LAST UPDATE【2015/10/8】

スター・マイカ｜3230｜

Research Report by Shared Research Inc.

当レポートは、掲載企業のご依頼により株式会社シェアードリサーチが作成したものです。投資家用の各企業の『取扱説明書』を提供することを目的としています。正確で客観性・中立性を重視した分析を行うべく、弊社ではあらゆる努力を尽くしています。中立的でない見解の場合は、その見解の出所を常に明示します。例えば、経営側により示された見解は常に企業の見解として、弊社による見解は弊社見解として提示されます。弊社の目的は情報を提供することであり、何かについて説得したり影響を与えたりする意図は持ち合わせておりません。ご意見等がございましたら、sr_inquiries@sharedresearch.jp までメールをお寄せください。ブルームバーグ端末経由でも受け付けております。

LAST UPDATE【2015/10/8】

目次

要約 ---- **3**
主要経営指標の推移 ---- **4**
直近更新内容 ---- **5**
概略 ---- 5
業績動向 ---- **6**
四半期実績推移 ---- 6
今期会社計画 ---- 10
中長期展望 ---- 13
事業内容 ---- **14**
ビジネスの概要 ---- 14
SW（Strengths, Weaknesses）分析 ---- 24
市場とバリューチェーン ---- 26
経営戦略 ---- 35
過去の業績 ---- **36**
損益計算書 ---- 43
貸借対照表 ---- 45
キャッシュフロー計算書 ---- 47
その他情報 ---- **49**
沿革 ---- 49
ニュース＆トピックス ---- 50
大株主 ---- 52
株主還元 ---- 52
トップ経営者 ---- 52
ところで ---- 53
企業概要 ---- **54**

要約

中古マンションを取得し、賃貸及び売却により収益を獲得する中古マンション事業

- 主力の中古マンション事業において、同社は賃貸中の中古マンションを1戸単位で取得、入居者が退去後に改装を行い、売却するというユニークなビジネスを展開している。
- 同社の成長戦略は、既存事業の拡大と新規事業の展開にある。既存事業の拡大では、自己資本比率25%を上限に借り入れを行い、中古マンションの取得を進め、保有物件の増加により、中古マンション事業の収益拡大を図る。また、新規事業の展開では、賃貸管理、仲介事業といった中古マンションに関わる周辺事業の収益拡大による、収益成長を図る方針である。

業績動向

- 2014年11月期の業績は、売上高13,901百万円（前期比2.6%増）、営業利益1,903百万円（同5.5%増）、経常利益1,286百万円（同4.5%増）、当期純利益773百万円（同3.8%増）となった。同社が経営指標として重視する方針としているEBITDAは前期比14.2%増の2,355百万円であった。
- 同社は2015年1月に中期経営計画を発表した。従来の賃料を核とした中長期保有型のビジネスに加えて、様々な物件で培ってきた不動産バリューアップのノウハウを活かし、事業期間の短い不動産再生ビジネスへの取り組みにより、事業規模拡大だけでなく資本効率を高めて ROE（自己資本利益率）向上を目指すとしている。計数目標は、2017年11月期に売上高20,000百万円、営業利益3,000百万円、ROE10%を見込む。

同社の強みと弱み

SR社では、同社の強みを、事業のノウハウ、安定的な収益、独自の借入れ手法の３点だと考えている。一方、弱みは、向上を図りにくい売買回転率、限定的な利益率向上余地、財務レバレッジの制限にあると考えている。（後述の「SW（Strengths & Weaknesses）分析」の項参照）

主要経営指標の推移

損益計算書（百万円）	07年11月期 連結	08年11月期 連結	09年11月期 連結	10年11月期 連結	11年11月期 連結	12年11月期 連結	13年11月期 連結	14年11月期 連結	15年11月期 会予
売上高	**12,809**	**14,084**	**13,310**	**12,403**	**12,719**	**12,858**	**13,544**	**13,901**	**16,849**
前年比	58.2%	10.0%	-5.5%	-6.8%	2.5%	1.1%	5.3%	2.6%	21.2%
売上総利益	**2,665**	**2,675**	**2,257**	**2,631**	**3,028**	**2,771**	**3,239**	**3,531**	
前年比	29.2%	0.4%	-15.6%	16.6%	15.1%	-8.5%	16.9%	9.0%	
売上総利益率	20.8%	19.0%	17.0%	21.2%	23.8%	21.6%	23.9%	25.4%	
営業利益	**1,866**	**1,656**	**1,377**	**1,610**	**1,858**	**1,542**	**1,804**	**1,903**	**2,307**
前年比	21.9%	-11.3%	-16.8%	16.9%	15.4%	-17.0%	17.0%	5.5%	21.2%
営業利益率	14.6%	11.8%	10.3%	13.0%	14.6%	12.0%	13.3%	13.7%	13.7%
経常利益	**1,236**	**1,083**	**859**	**1,157**	**1,318**	**989**	**1,230**	**1,286**	**1,615**
前年比	-6.8%	-12.4%	-20.7%	34.8%	13.9%	-25.0%	24.4%	4.5%	25.5%
経常利益率	9.6%	7.7%	6.5%	9.3%	10.4%	7.7%	9.1%	9.3%	9.6%
当期純利益	**656**	**632**	**359**	**651**	**741**	**539**	**744**	**773**	**1,008**
前年比	62.7%	-3.7%	-43.1%	81.0%	13.9%	-27.3%	38.2%	3.8%	30.4%
利益率	5.1%	4.5%	2.7%	5.2%	5.8%	4.2%	5.5%	5.6%	6.0%
一株当たりデータ（円、株式分割調整後）									
期末発行済株式数（千株）	82	82	82	83	100	100	10,000	10,000	
EPS	98.7	77.3	43.9	78.7	0.8	0.6	83.9	85.9	111.5
EPS （潜在株式調整後）	85.3	71.2	42.4	74.2	0.8	0.6	80.9	83.1	
DPS	10.0	1,000.0	1,000.0	1,100.0	1,150.0	1,200.0	15.0	18.0	25.0
BPS	880	947	981	1,036	10	12	1,213	1,278	
貸借対照表　（百万円）									
現金・預金・有価証券	3,674	3,791	2,797	2,057	2,615	1,892	1,675	2,037	
流動資産合計	**23,090**	**23,882**	**20,817**	**23,616**	**27,118**	**26,167**	**29,070**	**33,636**	
有形固定資産	4,191	3,554	2,714	2,938	2,804	4,786	8,072	10,145	
投資その他の資産計	1,165	1,845	1,600	1,621	1,353	1,403	393	438	
無形固定資産	9	11	9	12	10	11	11	8	
資産合計	**28,473**	**29,298**	**25,144**	**28,189**	**31,284**	**32,367**	**37,546**	**44,229**	
営業未払金	126	92	102	188	144	140	267	240	
短期有利子負債	8,600	7,245	5,325	4,046	7,553	6,507	5,180	3,838	
流動負債合計	**9,564**	**8,196**	**5,996**	**5,182**	**8,477**	**7,388**	**6,536**	**5,213**	
長期有利子負債	11,147	12,267	10,059	13,329	11,225	13,661	19,887	27,218	
固定負債合計	**11,219**	**12,331**	**10,097**	**13,365**	**11,257**	**13,751**	**20,055**	**27,393**	
負債合計	**20,784**	**20,528**	**16,093**	**18,547**	**19,734**	**21,140**	**26,591**	**32,607**	
純資産合計	**7,689**	**8,771**	**9,051**	**9,642**	**11,551**	**11,228**	**10,955**	**11,622**	
有利子負債（短期及び長期）	19,748	19,512	15,384	17,375	18,778	20,168	25,067	31,056	
キャッシュフロー計算書　（百万円）									
営業活動によるキャッシュフロー	-3,090	882	3,284	-2,581	-1,892	1,186	-1,433	-2,649	
投資活動によるキャッシュフロー	-3,052	-963	-15	-7	-35	-2,395	-2,639	-2,850	
財務活動によるキャッシュフロー	5,213	198	-4,272	1,857	2,484	486	3,855	5,861	
財務指標									
総資産利益率（ＲＯＡ）	4.9%	3.7%	3.2%	4.3%	4.4%	3.1%	3.5%	3.1%	
自己資本純利益率（ＲＯＥ）	12.0%	8.5%	4.6%	7.8%	7.7%	5.2%	7.1%	6.9%	
純資産比率	27.0%	29.9%	36.0%	34.2%	36.9%	34.7%	29.2%	26.3%	

出所：会社データよりSR社作成
＊表の数値が会社資料とは異なる場合があるが、四捨五入により生じた相違であることに留意。
＊同社は2012年12月1日付で、1対100の株式分割を実施している。

直近更新内容

概略

2015年10月8日、スター・マイカ株式会社への取材を踏まえ、本レポートを更新した。

2015年9月30日、同社は、2015年11月期第3四半期決算を発表した。
（決算短信へのリンクはこちら、詳細は2015年11月期第3四半期決算の項目を参照）

3ヵ月以上経過した会社発表はニュース＆トピックスへ

業績動向

四半期実績推移

四半期業績推移（累計）	14年11月期				15年11月期				15年11月期	
（百万円）	1Q	1-2Q	1-3Q	1-4Q	1Q	1-2Q	1-3Q	1-4Q	（進捗率）	通期会予
売上高	3,118	6,333	9,856	13,901	4,712	9,717	13,709		81.4%	16,849
前年比	19.8%	2.7%	-3.1%	2.6%	51.1%	53.4%	39.1%			21.2%
売上総利益	870	1,762	2,642	3,531	1,064	2,236	3,316			
前年比	29.7%	11.6%	6.3%	9.0%	22.3%	26.9%	25.5%			
売上総利益率	27.9%	27.8%	26.8%	25.4%	22.6%	23.0%	24.2%			
販管費	304	731	1,140	1,628	398	941	1,388			
前年比	-0.1%	5.2%	13.4%	13.4%	30.9%	28.6%	21.8%			
売上高販管費比率	9.7%	11.6%	11.6%	11.7%	8.4%	9.7%	10.1%			
営業利益	566	1,031	1,502	1,903	666	1,296	1,928		83.6%	2,307
前年比	54.5%	16.7%	1.5%	5.5%	17.7%	25.7%	28.3%			21.2%
営業利益率	18.2%	16.3%	15.2%	13.7%	14.1%	13.3%	14.1%			13.7%
経常利益	415	741	1,052	1,286	504	966	1,431		88.6%	1,615
前年比	80.4%	23.1%	0.0%	4.5%	21.4%	30.3%	36.0%			25.5%
経常利益率	13.3%	11.7%	10.7%	9.3%	10.7%	9.9%	10.4%			9.6%
四半期純利益	253	445	633	773	317	601	894		88.7%	1,008
前年比	86.2%	29.3%	-0.4%	3.8%	25.4%	35.0%	41.1%			30.4%
四半期純利益率	8.1%	7.0%	6.4%	5.6%	6.7%	6.2%	6.5%			6.0%
EBITDA	640	1,201	1,781	2,355	740	1,459	2,170		79.2%	2,740
前年比	56.9%	22.9%	8.5%	14.2%	15.6%	21.5%	21.8%			16.4%

四半期業績推移	14年11月期				15年11月期			
（百万円）	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q
売上高	3,118	3,215	3,523	4,045	4,712	5,005	3,992	
前年比	19.8%	-9.8%	-12.1%	20.0%	51.1%	55.7%	13.3%	
売上総利益	870	892	880	889	1,064	1,172	1,080	
前年比	29.7%	-1.7%	-3.1%	18.0%	22.3%	31.4%	22.7%	
売上総利益率	27.9%	27.7%	25.0%	22.0%	22.6%	23.4%	27.0%	
販管費	304	428	408	488	398	543	448	
前年比	-0.1%	9.3%	31.7%	13.5%	30.9%	26.9%	9.7%	
売上高販管費比率	9.7%	13.3%	11.6%	12.1%	8.4%	10.8%	11.2%	
営業利益	566	464	472	401	666	629	632	
前年比	54.5%	-10.1%	-21.1%	24.0%	17.7%	35.6%	33.9%	
営業利益率	18.2%	14.4%	13.4%	9.9%	14.1%	12.6%	15.8%	
経常利益	415	326	310	234	504	462	465	
前年比	80.4%	-12.3%	-30.9%	31.0%	21.4%	41.7%	49.7%	
経常利益率	13.3%	10.1%	8.8%	5.8%	10.7%	9.2%	11.6%	
四半期純利益	253	192	188	140	317	283	293	
前年比	86.2%	-7.8%	-35.4%	28.4%	25.4%	47.7%	55.7%	
四半期純利益率	8.1%	6.0%	5.3%	3.5%	6.7%	5.7%	7.3%	
EBITDA	640	561	580	574	740	719	711	
前年比	56.9%	-1.5%	-12.6%	36.6%	15.6%	28.2%	22.6%	

出所：会社データよりSR社作成
＊表の数値が会社資料とは異なる場合があるが、四捨五入により生じた相違であることに留意。
＊EBITDA＝営業利益＋減価償却費

四半期 参考データ

セグメント別売上高・営業利益	14年11月期				15年11月期			
（四半期累計）（百万円）	1Q	1-2Q	1-3Q	1-4Q	1Q	1-2Q	1-3Q	1-4Q
売上高	3,118	6,333	9,856	13,901	4,712	9,717	13,709	
（前年比）	19.8%	2.7%	-3.1%	2.6%	51.1%	53.4%	39.1%	
中古マンション事業	2,813	5,723	8,941	12,253	3,749	7,394	11,028	
（前年比）	16.1%	0.7%	-5.9%	-1.3%	33.3%	29.2%	23.3%	
インベストメント事業	185	384	596	1,200	866	2,113	2,369	
（前年比）	64.3%	28.1%	44.7%	57.3%	368.3%	449.5%	297.4%	
アドバイザリー事業	120	225	319	448	97	211	312	
（前年比）	83.8%	21.2%	21.6%	21.2%	-19.3%	-6.5%	-2.1%	
営業利益	566	1,031	1,502	1,903	666	1,296	1,928	
（前年比）	54.5%	16.7%	1.5%	5.5%	17.7%	25.7%	28.3%	
中古マンション事業	482	918	1,371	1,783	590	1,097	1,667	
（前年比）	18.1%	9.5%	-5.6%	-3.4%	22.6%	19.5%	21.6%	
インベストメント事業	51	74	90	79	39	134	208	
（前年比）	89.3%	-21.7%	-2.1%	65.1%	-24.8%	81.5%	130.9%	
アドバイザリー事業	123	229	320	435	109	230	312	
（前年比）	566.8%	72.8%	53.5%	47.5%	-11.5%	0.2%	-2.4%	
調整額	-89	-191	-279	-394	-71	-166	-260	

出所：会社データよりSR社作成
＊表の数値が会社資料とは異なる場合があるが、四捨五入により生じた相違であることに留意。

中古マンション事業の売上高・売上総利益	14年11月期				15年11月期			
（四半期累計）（百万円）	1Q	1-2Q	1-3Q	1-4Q	1Q	1-2Q	1-3Q	1-4Q
売上高	2,813	5,723	8,941	12,253	3,749	7,394	11,028	
（前年比）	16.1%	0.7%	-5.9%	-1.3%	33.3%	29.2%	23.3%	
賃貸	510	1,040	1,570	2,120	550	1,150	1,740	
（前年比）	15.9%	15.6%	14.6%	14.6%	7.8%	10.6%	10.8%	
売買	2,290	4,680	7,360	10,130	3,190	6,240	9,280	
（前年比）	16.2%	-1.9%	-9.4%	-4.0%	39.3%	33.3%	26.1%	
売上総利益	690	1,430	2,190	2,930	890	1,800	2,690	
（前年比）	21.1%	12.6%	4.3%	6.2%	29.0%	25.9%	22.8%	
（売上総利益率）	24.5%	25.0%	24.5%	23.9%	23.7%	24.3%	24.4%	
賃貸	390	780	1,150	1,550	410	840	1,270	
（前年比）	18.2%	16.4%	16.2%	14.8%	5.1%	7.7%	10.4%	
（売上総利益率）	76.5%	75.0%	73.2%	73.1%	74.5%	73.0%	73.0%	
売買	290	650	1,030	1,380	470	960	1,440	
（前年比）	20.8%	8.3%	-6.4%	-3.5%	62.1%	47.7%	39.8%	
（売上総利益率）	12.7%	13.9%	14.0%	13.6%	14.7%	15.4%	15.5%	

出所：会社データよりSR社作成
＊表の数値が会社資料とは異なる場合があるが、四捨五入により生じた相違であることに留意。

販売用不動産及び有形固定資産	14年11月期				15年11月期			
（百万円）	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q
販売用不動産	27,147	28,641	29,431	31,170	31,067	34,177	34,597	
（前年比（金額））	3,226	2,968	4,772	4,193	3,919	5,536	5,166	
（前年比（%））	13.5%	11.6%	19.4%	15.5%	14.4%	19.3%	17.6%	
有形固定資産	8,042	8,366	9,560	10,145	9,436	8,553	8,501	
（前年比（金額））	2,797	2,716	3,188	2,073	1,394	187	-1,059	
（前年比（%））	53.3%	48.1%	50.0%	25.7%	17.3%	2.2%	-11.1%	

出所：会社データよりSR社作成
＊表の数値が会社資料とは異なる場合があるが、四捨五入により生じた相違であることに留意。

中古マンション市場の動向	2014年				2015年			
	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月
件数（件）	9,993	8,235	7,588	7,982	9460	8930		
前年比	3.4%	-11.9%	-9.0%	-12.2%	-5.3%	8.4%		
成約　平均価格（百万円）	2,676	2,697	2,728	2,822	2,882	2,876		
前年比	3.5%	5.1%	5.0%	8.2%	7.7%	6.6%		
成約㎡単価（万円）	41.6	42.1	42.3	44.2	44.7	45.1		
前年比	5.6%	5.8%	5.5%	8.9%	7.4%	7.0%		

出所：公益財団法人　東日本不動産流通機構「季報 Market Watch サマリーレポート」よりSR社作成
＊表の数値が会社資料とは異なる場合があるが、四捨五入により生じた相違であることに留意。
＊首都圏は東京都、神奈川県、千葉県、埼玉県

2015年11月期第3四半期実績

2015年11月期第3四半期の業績は、売上高13,709百万円（前年同期比39.1%増）、営業利益1,928百万円（同28.3%増）、経常利益1,431百万円（同36.0%増）、四半期純利益894百万円（同41.1%増）となった。

営業利益の増益率が増収率を下回った理由は、インベストメント事業の物件売却による。同事業では物件入替えのために地方物件の売却を進めたことにより、売上高1,630百万円、売上総利益50百万円を計上した。

貸借対照表の利益項目に加え、同社は経営指標として、EBITDA（営業利益+減価償却費）も重視する方針としている。2015年11月期第3四半期のEBITDAは2,170百万円（前年同期比21.8%増）となった。

セグメント別の状況は、以下の通りであった。

中古マンション事業

売上高11,028百万円（前年同期比23.3%増）、営業利益1,667百万円（同21.6%増）となった。販売物件が好調に成約したことから、売却利益が増加し、保有物件の増加に伴い安定的な賃貸利益を確保した。

中古マンション事業（賃貸）の売上高は、販売用不動産の増加に伴い1,740百万円（前年同期比10.8%増）、売上総利益は1,270百万円（同10.4%増）となった。売上総利益率は前年同期と比較して0.2ポイント低下し73.0%となった。

中古マンション事業（売買）の売上高は9,280百万円（前年同期比26.1%増）、売上総利益は1,440百万円（同39.8%増）となった。売上総利益率は前年同期と比較して1.5ポイント上昇し、15.5%となった。良好な市場環境のもとで、一棟リノベーションマンション「ステラシリーズ」をはじめ、売却可能物件を確保したことから販売棟数が増加した。また、改修費用の上昇はあったが、付加価値の高い物件作りに注力し価格転嫁したことから、売上総利益率が上昇し、売却利益が増加した。

また、売上原価に含まれる販売用不動産評価損は10百万円（前年同期はゼロ）であった。

販売用不動産は、前年同期末比5,166百万円増加し、34,597百万円（前年同期比17.6%増）となった。中古マンション事業（売買）の売上高は期初から四半期（3ヵ月）ベースで3,000百万円、前年同期比2桁増を超える水準となっているが、販売用不動産は前四半期との比較でも増加を継続した。同社は賃貸中の区分所有物件を取得するという特色、独自の情報ネットワークにより、販売用不動産を積み増すことができているとしている。

インベストメント事業

売上高2,369百万円（前年同期比297.4%増）、営業利益は208百万円（同130.9%増）となった。

収益不動産の保有物件見直しに伴い、グループでのシナジー効果を発揮しにくい地方物件の売却を行った。また、事業期間の短い不動産再生案件にも投資を行い、保有不動産が増加したことから、賃料収入が増加した。具体的には、保有物件の中から、2棟のマンションを売却した。売却に伴う売上高は約1,630百万円、利益面では50百万円の影響があった。

有形固定資産は、前年同期末比1,059百万円減少し、8,501百万円（前年同期比11.1%減）となった。

アドバイザリー事業

売上高（外部顧客への売上高）312百万円（前年同期比2.1%減）、営業利益は312百万円（同2.4%減）となった。

外部顧客に対する仲介手数料収入の増加に注力したものの、前年同期に成約した大口仲介取引の反動減により減収減益となった。

過去の四半期実績と通期実績は、過去の財務諸表へ

今期会社計画

15年11月期予想	14年11月期			15年11月期		
（百万円）	上期実績	下期実績	通期実績	上期実績	下期会予	通期会予
売上高	**6,333**	**7,568**	**13,901**	**9,717**	**7,132**	**16,849**
売上原価	4,571	5,799	10,370	7,481	5,288	12,769
売上総利益	**1,762**	**1,769**	**3,531**	2,236	1,844	**4,080**
売上総利益率	27.8%	23.4%	25.4%	23.0%	25.9%	24.2%
販売費及び一般管理費	731	896	1,628	941	832	1,773
売上高販管費比率	11.6%	11.8%	11.7%	9.7%	11.7%	10.5%
営業利益	**1,031**	**872**	**1,903**	**1,296**	**1,011**	**2,307**
営業利益率	16.3%	11.5%	13.7%	13.3%	14.2%	13.7%
経常利益	**741**	**545**	**1,286**	**966**	**649**	**1,615**
経常利益率	11.7%	7.2%	9.3%	9.9%	9.1%	9.6%
当期純利益	**445**	**328**	**773**	**601**	**407**	**1,008**
純利益率	7.0%	4.3%	5.6%	6.2%	5.7%	6.0%

出所：会社データよりSR社作成
＊表の数値が会社資料とは異なる場合があるが、四捨五入により生じた相違であることに留意。

15年11月期予想（事業別売上・売上総利益）	14年11月期	15年11月期	
（百万円）	通期実績	通期会予	前年比
売上高	13,901	16,849	21.2%
中古マンション事業	12,253	13,560	10.7%
うち賃貸	2,120	2,318	9.3%
うち売買	10,130	11,245	11.0%
インベストメント事業	1,200	2,876	139.7%
アドバイザリー事業	448	409	-8.7%
売上総利益	3,531	4,080	15.5%
売上総利益率	25.4%	24.2%	-
中古マンション事業	2,930	3,350	14.3%
うち賃貸	1,550	1,720	11.0%
売上総利益率	73.1%	74.2%	-
うち売買	1,380	1,670	21.0%
売上総利益率	13.6%	14.9%	-
うち販売用不動産評価損	-10	-30	200.0%
インベストメント事業	240	410	70.8%
売上総利益率	20.0%	14.3%	-
アドバイザリー事業	350	300	-14.3%
売上総利益率	78.1%	73.3%	-
販売用不動産	31,170	33,500	7.5%
有形固定資産	10,100	11,600	14.9%

出所：会社データよりSR社作成
＊表の数値が会社資料とは異なる場合があるが、四捨五入により生じた相違であることに留意。

2015年11月期会社予想は、売上高16,849百万円（前期比21.2%増）、営業利益2,307百万円（同21.3%増）、経常利益1,615百万円（同25.6%増）、当期純利益1,008百万円（同30.5%増）としている。また、同社が経営指標として重視しているEBITDA（営業利益+減価償却費）は前期比16.4%増の2,740百万円を見込む。

同社は2015年6月30日に2015年11月期通期会社予想の修正を発表し、前回予想に対して売上高1,977百万円、営業利益198百万円、経常利益215百万円、当期純利益131百万円を増額修正した。修正後の2015年11月期通期会社予想は上期実績が期初の会社予想を上回った分を上乗せしたもので、下期予想は前回の会社予想を据え置いた。

セグメント別では、中古マンション事業とインベストメント事業の業績を前回の会社予想から引き上げた。中古マンション事業は、前回予想に対して売上高590百万円、売上総利益190百万円、インベストメント事業では前回予想に対して売上高1,406百万円、売上総利益120百万円を増額修正した。

中古マンション事業

主力の中古マンション事業では、売上高13,560百万円（前期比10.7%増）、売上総利益3,350百万円（同14.3%増）を見込む。売上総利益率は前期比0.8ポイント上昇の24.7%を想定している。

中古マンション事業（賃貸）、中古マンション事業（売買）のいずれにおいても売上総利益率の上昇を見込んでいる。

中古マンション事業（賃貸）の売上高は、保有物件（販売用不動産）の増加に伴い2,318百万円（前期比9.3%増）、売上総利益は1,720百万円（同11.0%増）、売上総利益率は1.1ポイント上昇の74.2%を見込む。

中古マンション事業（売買）の売上高は、売却のベースとなる保有物件（販売用不動産）の増加により、11,245百万円（前期比11.0%増）、売上総利益は1,670百万円（同21.0%増）、売上総利益率は1.3ポイント上昇の14.9%を見込む。

売上原価に含まれる販売用不動産評価損は30百万円（2014年11月期の販売用不動産評価損は10百万円）の見込みとしている。

インベストメント事業

有形固定資産の増加に伴う賃料収入の増加に加え、第2四半期累計期間までの地方物件売却（売上高1,630百万円、売上総利益50百万円）により、売上高2,876百万円（前期比139.7%増）、売上総利益は410百万円（同70.8%増）の見込みとしている。

アドバイザリー事業

売上高409百万円（前期比8.7%減）、売上総利益は300百万円（同14.3%減）の見込みとしている。

資産に関しては、既存保有物件の安定稼働に注力しつつ、収益の安定性を重視した投資を実行する計画とし、販売用不動産は前期比2,400百万円増の33,500百万円を見込んでいる。また、インベストメント事業においては、一棟賃貸マンションへの投資等により、有形固定資産は前期比1,500百万円増の11,600百万円を想定している。なお、上期末時点の販売用不動産は34,177百万円と計画を上回っている。

過去の会社予想と実績の差異

期初会社予想と実績（百万円）	09年11月期 連結	10年11月期 連結	11年11月期 連結	12年11月期 連結	13年11月期 連結	14年11月期 連結
売上高（期初予想）	12,226	12,061	13,012	12,912	12,049	14,251
売上高（実績）	13,310	12,403	12,719	12,858	13,544	13,901
期初会予と実績の格差	**8.9%**	**2.8%**	**-2.3%**	**-0.4%**	**12.4%**	**-2.5%**
営業利益（期初予想）	1,727	1,482	1,873	1,706	1,563	1,951
営業利益（実績）	1,377	1,610	1,858	1,542	1,804	1,903
期初会予と実績の格差	**-20.2%**	**8.6%**	**-0.8%**	**-9.6%**	**15.4%**	**-2.5%**
経常利益（期初予想）	1,065	1,000	1,350	1,129	1,005	1,330
経常利益（実績）	859	1,157	1,318	989	1,230	1,286
期初会予と実績の格差	**-19.4%**	**15.7%**	**-2.4%**	**-12.4%**	**22.4%**	**-3.3%**
当期利益（期初予想）	477	547	753	624	600	802
当期利益（実績）	359	651	741	539	744	773
期初会予と実績の格差	**-24.6%**	**18.9%**	**-1.6%**	**-13.7%**	**24.1%**	**-3.6%**

出所：会社データよりSR社作成
＊表の数値が会社資料とは異なる場合があるが、四捨五入により生じた相違であることに留意。

同社は、期初会社予想策定において、不動産市況の変動を想定せず、期初の利益率および販売状況が継続するという前提としている。よって、期中に不動産市況が悪化した場合には、業績予想を下方修正、または実績が会社予想に達しないことがある。逆に、期中に不動産市況が好転した場合には、上方修正または会社予想を上回る実績を達成する傾向がある。

中長期展望

2015年1月、同社は中期経営計画を発表した。従来の賃料を核とした中長期保有型のビジネスに加えて、様々な物件で培ってきた不動産バリューアップのノウハウを活かし、事業期間の短い不動産再生ビジネスへの取り組みにより、事業規模拡大だけでなく資本効率を高めて ROE（自己資本利益率）向上を目指すとしている。計数目標は下表の通り、2017年11月期に売上高20,000百万円、営業利益3,000百万円、ROE10%を見込む。

中期経営計画　計数計画（連結）（百万円）	14年11月期 実績	15年11月期 計画	17年11月期 計画
売上高	13,900	14,870	20,000
EBITDA	2,350	2,610	3,350
営業利益	1,900	2,100	3,000
経常利益	1,280	1,400	2,230
投資残高	41,300	45,200	53,000
うち販売用不動産	31,100	33,500	40,000
うち有形固定資産	10,100	11,600	13,000
ROE(%)	6.9%	7.4%	10.0%

出所：同社資料よりSR社作成

各事業セグメントの施策は以下の通りである。

中古マンション事業

▶ 物件取得エリアの拡大：東京、横浜、大阪だけでなく、これまで取り扱いの少ない埼玉・千葉エリアへの展開を図る。

▶ 商品力の強化：商品力の一層の強化を図る。一方で他社との協業により、市場全体の活性化を図る。

▶ 販売用不動産：2014年11月期比約9,000百万円増加の40,000百万円を見込む。

インベストメント事業

▶ バリューアップのノウハウ活用：過去のバリューアップ実績を元に、事業期間の短い不動産再生投資案件を行う。また、物件ポートフォリオの入れ替えによるグループシナジーの最大化を図る。

▶ 有形固定資産：2014年11月期比約2,000百万円増加の13,000百万円を見込む。

アドバイザリー事業

▶ 仲介業務、賃貸管理業務の強化：子会社を通じて、一般消費者に向けたブランディング、提案型営業を強化するとともに、賃貸管理物件数、顧客数の増大を通じた規模の拡大を図る。

また、資本効率、株主還元などに関しては、以下の通りの目標を定めている。

▶ 中長期のROE10%を目指し、資本の効率活用を追求する。

▶ 中長期の配当性向30%を目標とした、長期にわたる連続増配を継続する。

▶ 知名度の向上、資金調達力強化のため東証1部への市場変更を目指す（取引所の定める時価総額基準により東証2部を経由する予定）。

事業内容

ビジネスの概要

同社の主要事業は、中古マンションを取得し、賃貸及び売却により収益を獲得する中古マンション事業で、同事業は、2014年11月期売上高構成比の88.1%、同営業利益構成比の77.6%を占める。

同社の成長戦略は、既存事業の拡大と新規事業の展開にある。既存事業の拡大では、自己資本比率25%を上限に借り入れを行い、中古マンションの取得を進め、保有物件の増加により、中古マンション事業の収益拡大を図る。また、新規事業の展開では、不動産再生投資、賃貸管理及び仲介事業といった中古マンションに関わる周辺事業の収益拡大による成長を図る方針である。

事業概要

主力の中古マンション事業において、同社は賃貸中の中古マンションを1戸単位で取得、入居者が退去後に改装を行い、売却するというユニークなビジネスを展開している。

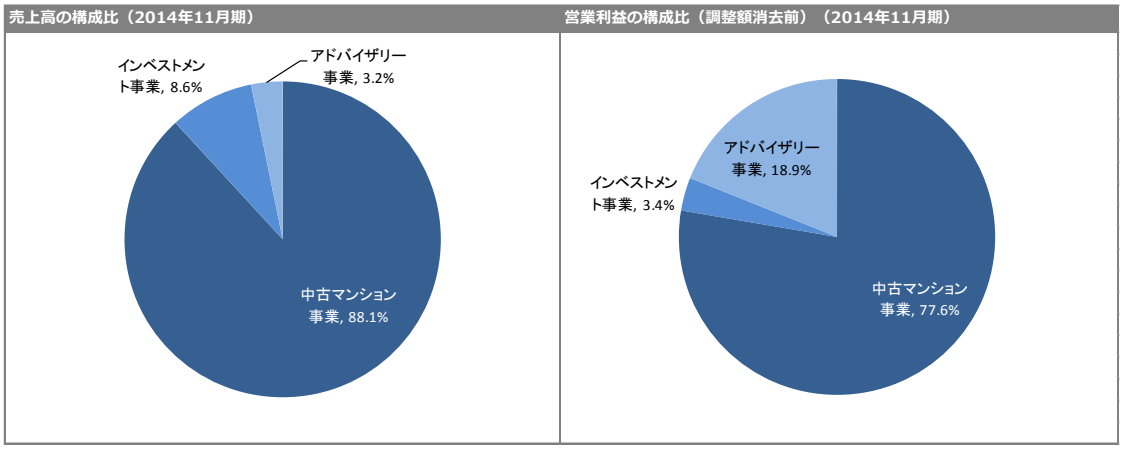
賃貸中の中古マンションは、取得後にすぐに売却することができず、部屋の状態も把握できないことから、取得者が限られる。そのため、空室中古マンションと比較し、割安に取引される傾向がある。同社は敢えて、賃貸中の中古マンションを1戸単位で取得することで、賃貸収入に加え、空室の中古マンションと賃貸中の中古マンションの恒常的な価格差を利用し、収益を得る。

また、同社は、中古マンションを1棟単位ではなく、1戸単位で取得することで、様々なエリア・築年数の中古マンションを保有している。その結果、それぞれの個別物件で生じるリスク（事故・自然災害、価格変動、退去期間等）を分散できる。1戸単位での物件取得は投資効率が悪く、業務が煩雑になる。一方で、物件の獲得競争が起こりにくい。この面も、割安な価格で取得できる要素となっている。

同社によれば、価格査定及び決断の迅速さ、資金調達力、過去の取引実績などから、中古マンションの売却物件情報が、同社に集まりやすくなっていることが、同社の物件取得における差別化要素になっているという。また、膨大な査定件数、取引件数をミスなく迅速に行う社内の業務遂行体制、取得物件を特定しない借入も同社の差別化要素である。

主要事業

同社の事業セグメントは、中古マンション事業、インベストメント事業、アドバイザリー事業から成る。2014年11月期の売上高構成比率は、中古マンション事業が88.1%、インベストメント事業が8.6%、アドバイザリー事業が3.2%であった。また、2014 年11月期の営業利益構成比率は、中古マンション事業が77.6%、インベストメント事業が3.4%、アドバイザリー事業が18.9%と、中古マンション事業が主力となっている。



出所：同社資料をもとにSR社作成

セグメント別売上高・営業利益（百万円）	09年11月期 実績	10年11月期 実績	11年11月期 実績	12年11月期 実績	13年11月期 実績	14年11月期 実績
売上高	13,310	12,403	12,719	12,858	13,544	13,901
（前年比）	-5.5%	-6.8%	2.5%	1.1%	5.3%	2.6%
中古マンション事業	12,273	11,440	11,834	11,775	12,411	12,253
（前年比）	1.1%	-6.8%	3.4%	-0.5%	5.4%	-1.3%
（構成比）	92.2%	92.2%	93.0%	91.6%	91.6%	88.1%
インベストメント事業	852	759	585	774	763	1,200
（前年比）	-45.8%	-10.9%	-23.0%	32.4%	-1.5%	57.3%
（構成比）	6.4%	6.1%	4.6%	6.0%	5.6%	8.6%
アドバイザリー事業	184	204	301	308	370	448
（前年比）	-50.8%	10.5%	47.6%	2.6%	19.9%	21.2%
（構成比）	1.4%	1.6%	2.4%	2.4%	2.7%	3.2%
営業利益	1,377	1,610	1,858	1,542	1,804	1,903
（前年比）	-16.8%	16.9%	15.4%	-17.0%	17.0%	5.5%
中古マンション事業	1,622	1,697	1,807	1,585	1,846	1,783
（前年比）	-9.8%	4.6%	6.5%	-12.3%	16.4%	-3.4%
（構成比）	100.6%	91.8%	85.4%	85.8%	84.3%	77.6%
インベストメント事業	-92	21	78	31	48	79
（前年比）	-	-	264.0%	-60.5%	55.8%	65.1%
（構成比）	-	1.2%	3.7%	1.7%	2.2%	3.4%
アドバイザリー事業	83	131	230	231	295	435
（前年比）	-59.0%	58.2%	75.7%	0.7%	27.5%	47.5%
（構成比）	5.1%	7.1%	10.9%	12.5%	13.5%	18.9%

出所：会社データよりSR社作成
＊表の数値が会社資料とは異なる場合があるが、四捨五入により生じた相違であることに留意。
＊＊営業利益の構成比は事業セグメントの合計値に対する比率。

中古マンション事業（2014年11月期売上高構成比率：88.1%、同営業利益構成比率：77.6%）

中古マンション事業のビジネスモデル

同事業では、賃貸中の中古マンションと空室の中古マンションとの価格差に着目し、賃貸中のファミリー向け中古マンションを取得、入居者が退去するまで保有し、保有期間は当該物件から家賃収入を得る。賃借人が退去後に改装（リノベーション）を行って、空室の物件として売却することで売却益を得る。

中古マンション事業の業務の流れ

同事業の業務の流れは以下の通りである。

- ▶ 同社は不動産仲介業者を通して、賃貸中の中古マンションを取得する。
- ▶ 当該マンションを入居者が退去するまで保有し、保有期間は家賃収入を得る。物件取得前の賃貸借契約を引き継ぐ。
- ▶ 同社は、入居者退去後、当該マンションに改装（リノベーション）を施し、空室マンションとして不動産仲介業者を通じて、売却する。

物件により差異は生じるが平均的には、東京都および東京都周辺の賃貸中のファミリー向け中古マンションを2,000万円程度で取得する（2014年11月期の同社保有物件の平均購入価格は1,896万円）。入居者が退去するまでは月15万円程度の賃料収入を得る。入居者退去後に350万円程度の改装を行い、空室物件として3,000万円程度で売却する。同社によれば、2014年11月期末保有物件の平均購入価格は1,896.9万円、2014年11月期販売実績に基づく標準的な家賃は14.8万円、平均販売価格は3,040万円であった。

賃借人退去後の中古マンションの改装は、全室の壁紙およびフローリングの張替え、ドアの交換、浴室、洗面所、トイレなどの水回り設備の交換などの細部にまで及ぶ。また、女性の暮らしやすさを追求した改装、子育てのしやすさを追求した改装なども行なっている。

リノベーションの例

リノベーション前

リノベーション後

出所：SR社

中古マンション事業の投資対象

同社の投資対象は以下の通りで、1室単位での物件取得を基本とする。

▶ 東京都および東京都周辺の50㎡以上の賃貸中ファミリー向け中古マンション

▶ 築年数は10年から30年程度

▶ 購入価格帯は、2,000万円前後

また、2011年11月期以降は中古マンションを一棟単位で取得し、改修後に販売する一棟リノベーションの分譲も開始している。一棟リノベーションマンションでは、部屋の内部に加え、マンション全体の外壁補修、防水・塗装工事、宅配ボックス、防犯カメラ、インターホン等の設備の設置・更新、駐輪場台数増設なども行うことで、中古マンションの価値向上を図り、一棟リノベーションマンションブランド「ステラ（STELLA）」シリーズとして、分譲販売を行っている。

一棟リノベーションマンションの実績

建物名称	総戸数	所在地	築年数	分譲開始
ステラスイート玉川田園調布	13	東京都世田谷区	1986年	2011年
ステラガーデン南生田	46	神奈川県川崎市	1998年	2011年
ステラスイート大井	22	東京都品川区	1989年	2011年
ステラガーデン溝の口	44	神奈川川崎市	1993年	2013年
ステラレジデンス高円寺	25	東京都杉並区	1995年	2014年
ステラレジデンス中目黒	21	東京都目黒区	1997年	2014年
ステラレジデンス横浜	95	神奈川横浜市	1994年	2015年
ステラレジデンス氷川台	32	東京都練馬区	1993年	2015年

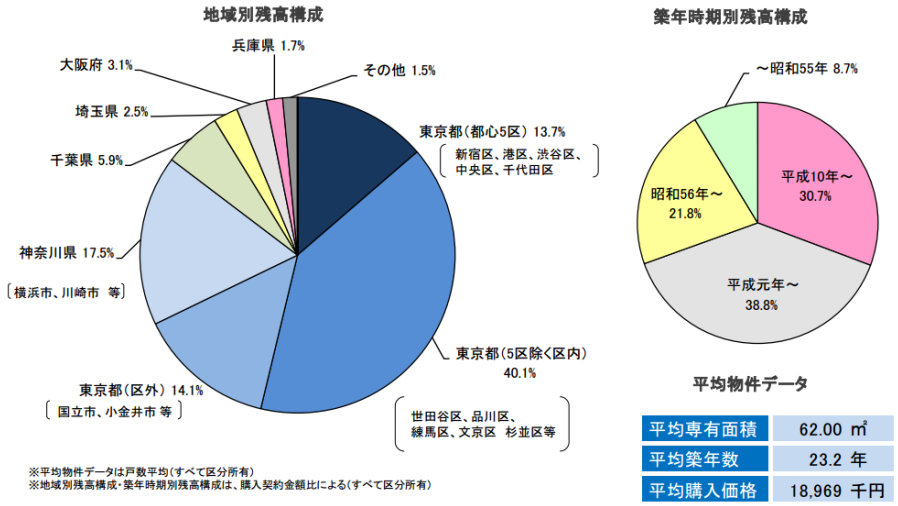
出所：同社資料

2014年11月現在、同社はファミリー向け中古マンションを年間約400件取得し、1,000件を超える物件を保有する。同社によれば、2014年11月期末における保有物件の平均は、専有面積62.00㎡、築年数23.2年、購入価格18,969千円である。取得物件の選別に関しては、売却のしやすさを考慮し、流動性・利便性を特に重視する。

中古マンションの地域別残高構成比および築年時期別残高構成比

同社が保有する中古マンションの地域別残高構成は、東京都の物件が約7割を占めるが、都心5区（渋谷区、新宿区、中央区、千代田区、港区）の構成比率は13.7%に留まる。東京都（都心5区除く区内）は40.1%と最も高い構成比となっており、東京都以外では神奈川県17.5%、千葉県5.9%、埼玉県2.5%、大阪府3.1%と分散している。また、築年時期は1989年以降の物件が約7割を占めるが、1980年から1988年の物件も約3割含む。

中古マンションの地域別残高構成比および築年時期別残高構成比



出所：同社資料

地域別残高構成の推移に関して、2010年11月期以降の傾向として、東京都（都心5区除く区内）の構成比が上昇し、東京都（区外）の構成比が低下している。これは、同社が流動性・利便性を重視して物件を選別している結果であるといえよう。また、大阪府の構成比が2013年11月期まで低下し、2014年11月期に上昇している理由は、2014年1月に大阪支店の業務を開始したことによる。

築年時期別残高構成の推移では、1998年以降の物件の残高構成比が低下傾向にある一方、1989年～1997年の物件の残高構成比が上昇している。同社によれば、物件によって改装費用に大きな差がなく、築20年前後の物件が改装による付加価値の向上効果が高く、収益を獲得しやすいことから、1989年～1997年の物件残高が上昇しているという。

このように、同社が保有する中古マンションのポートフォリオは、事業継続年数の経過とともに流動性、収益性の面で改善が進んでいるとSR社は考える。

地域別残高構成	10年11月期	11年11月期	12年11月期	13年11月期	14年11月期
東京都（都心5区）	11.8%	14.3%	13.4%	14.9%	13.7%
東京都（都心5区除く区内）	29.8%	35.4%	38.3%	36.9%	40.1%
東京都（区外）	28.2%	22.4%	21.0%	15.2%	14.1%
神奈川県	13.9%	16.4%	18.9%	19.9%	17.5%
埼玉県	4.0%	3.0%	2.8%	2.8%	2.5%
千葉県	3.6%	2.6%	2.2%	7.6%	5.9%
大阪府	4.1%	2.7%	1.4%	0.9%	3.1%

出所：同社資料よりSR社作成

築年時期別残高構成	10年11月期	11年11月期	12年11月期	13年11月期	14年11月期
1998年以降	45.4%	45.3%	45.6%	34.6%	30.7%
1989年～1997年	28.6%	27.8%	27.0%	35.6%	38.8%
1981年～1988年	19.7%	19.8%	20.3%	22.2%	21.8%
1981年以前	6.3%	7.1%	7.1%	7.6%	8.7%

出所：同社資料よりSR社作成

平均物件データ	10年11月期	11年11月期	12年11月期	13年11月期	14年11月期
平均専有面積（㎡）	69.87	66.15	64.88	62.03	62.00
平均築年数（年）	17.4	18.6	19.9	21.8	23.2
平均購入価格（千円）	20,986	20,860	20,127	18,826	18,969

出所：同社資料よりSR社作成

賃貸中の中古マンションと空室の中古マンションとの価格差

賃貸中の中古マンションと空室の中古マンションとの価格差が、同社が売却利益を得るうえでの重要な要素となっているが、同社によれば、当該価格差が生じる理由は、以下の通りである。

- ▶ 流動性の制約：居住目的でなく投資目的となるため、買い手が限定される。
- ▶ 時間の不確実性：入居者が退去するまでは売却することが出来ない。借地借家法のもとでは賃貸人からの解除は事実上できないため、退去までの期間が長期化する可能性がある。
- ▶ コストの不確実性：入居者がいるため、購入前に内覧が出来ない。そのため室内の状態が分からない。よって、退去後のリフォーム費用がどの程度必要となるかなどの予測が困難である。

このような理由から、「賃貸中」の物件は「空室」の物件よりも2～3 割程度安く取引されるのが一般的であるという。

賃貸中の中古マンションの取引では、物件毎に流動性と不確実性が大きく異なる。そのため、投資物件数が少ない場合、各物件の個別要因が保有物件全体の価値及び収益に大きな影響を及ぼす。同社では1,000室超を保有することから、分散投資効果により個別物件のリスクを減少させている。

価格変動リスクに関して、投資目的のワンルームマンション、新築のファミリー向け分譲マンション、都心の高額物件などの場合、不動産市況などの影響で価格が大きく変動する傾向がある。一方、ファミリー向けの中古マンションに関しては価格変動幅が小さいという特徴がある。

同社によれば、ファミリー向け中古マンションの価格は、一定量の実需に支えられ、下方硬直的であるという。ファミリー向け中古マンションの価格が下落すると、入居者が支払う賃料と当該物件を購入する場合の住宅ローン返済月額の差が縮小する。その結果、賃貸住宅居住者が中古マンションを購入する意欲を持つようになり、中古マンションの価格は、住宅ローンの返済月額が賃料を大きく下回らない水準に下支えされる。

2014年11月期実績において、同社の中古マンションの平均販売価格は3,040万円、平均面積は67.30㎡であった。同様のマンションを賃貸する場合の月額賃料は14.8万円であるが、住宅ローンにより取得する場合（借入金額3,000万円、35年元利均等返済、金利1.0%の月々のローン）の返済額は8.5万円と試算されるという。2014年11月現在、入居者にとって、マンションを賃貸するより、中古マンションを住宅ローンにより購入する方が、月々の住居に関する支出額は低くなっている。

	10年11月期	11年11月期	12年11月期	13年11月期	14年11月期
平均販売価格（千円）	25,860	26,107	27,302	30,770	30,400
平均専有面積（㎡）	65.0	63.5	63.9	70.8	67.3
標準的な家賃（千円）	154	147	152	152	148
月々のローン返済額（千円）	90	90	90	85	85

出所：同社資料よりSR社作成

差別化

同社によれば、価格査定及び決断の迅速さ、資金調達力、過去の取引実績などから、中古マンションの売却物件情報が、同社に集まりやすくなっていることが、物件取得における差別化になっているという。

価格査定に関して、同社では、過去に取引した中古マンションに加え、取得を検討したマンションの詳細な情報を蓄積し、独自のデータベースを持っている。当該データベースを活用し、取引事例比較法（近隣のマンションなどの取引相場や売出事例から価格を算出する方法）により、適正かつ迅速に価格査定ができる体制が整っているという。

迅速な決断の重要性に関して説明すると、不動産仲介業者は、物件の売却者と購入者の双方から仲介手数料を受け取る「両手仲介」により、収益を最大化できるため、物件情報をできる限り自社で抱える傾向がある。一方、宅地建物取引業法では、物件売却の仲介を依頼された不動産仲介業者は媒介契約締結の翌日から5日以内に指定流通機構（REINS：Real Estate Information Network System、不動産流通標準情報システム）へ登録し、他の不動産仲介業者と情報を共有することを義務付けている。SR社の理解では、登録義務発生以前に取引を成立させれば、他の不動産仲介業者に物件情報を知らせずに、「両手仲介」とすることが可能である。そのため、不動産仲介業者にとって、購入者の迅速な決断力は重要な要素となり、そのような購入者は良い物件情報を最初に取得できることとなる。

資金調達力も不動産仲介業者が安心して同社に物件を紹介できる理由となっており、その結果、同社に最初に話が来るということになっている。

参入障壁

SR社では、実績と統計に基づく分散投資、中古マンションを大量に購入できる資金力、業務の煩雑さ、売却前の改装方法などに同社のノウハウが蓄積されていることが、新規事業者の参入障壁になっていると理解している。

個々の賃貸中の中古マンションは、入居者がいつ退去するか不明瞭であり、売却収益を実現できる時期を予測できない。また、入居中であるため、物件取得前の内覧ができず、事前に欠陥の有無を把握できない。このように流動性と部屋の状態に不確実性があるため、賃貸中の中古マンション取得に実績がないマンション取得希望者は手を出しにくい。また、少数単位で取得した場合には、個別物件の良し悪しの影響を受けやすくなる。同社では、賃貸中の中古マンションを大量に取得した場合、個々のばらつきが、全体としては統計的な平均値に収束し、一

定の収益を確保できるという実績を持っている。その結果、賃貸中の中古マンションの売買を、再現可能な事業として、確立させている。

また、2014年11月現在、同社ではリノベーションによる中古マンションの価値の向上を目指している。具体的な試みとして、社内に女性社員を中心とした商品企画組織「しあわせリノベ研究所」を発足させ、女性目線で暮らしやすさを追求し、収納や動線にこだわった商品を提供している。

その他に、ミキハウス子育て総研株式会社（三起商行株式会社（ミキハウス）の子会社）と提携し、子供の安全や育児に配慮した間取りや設備など、子育てにやさしい住まいづくりの提供といった新たな試みに取り組んでいる。

しあわせリノベ研究所によるリノベーションの具体例

出所：同社資料

中古マンション事業（賃貸）

(2014年11月期売上高構成比率15.3% 、同売上高総利益構成比率43.9%)

同社は中古マンション購入後に、入居者との賃借契約を引き継ぎ、入居者は前所有者と同条件で居住を続ける。同社は入居者が当該中古マンションを退去するまで、賃借料収入を得る。

同社によれば、物件取得以降の入居者の平均継続入居年数は2年半程度である。SR社の算定では、2014年11月末現在、同社の保有物件数は約1,500室である。

保有物件数に平均賃料収入を乗じた額が、中古マンション事業における賃貸収入となる。よって、中古マンションの残高（販売用不動産）が同事業の収益を決定づける重要な要素となっている。同社の販売用不動産は増加傾向にあり、2009年11月期末から2014年11月期末までの過去5年間で75.1%増加（平均年率11.9%増加）した。

同事業の費用はマンション管理費、修繕積立金、固定資産税、賃貸管理費などで、賃貸管理の一部は連結子会社ファン・インベストメント株式会社（以下、ファン・インベストメント社）に委託している。SR社の推計では、当事業の保有物件に対する表面利回りは約8%で、売上総利益率は約70%である。

中古マンション事業（賃貸）売上・売上総利益・表面利回り

	09年11月期 実績	10年11月期 実績	11年11月期 実績	12年11月期 実績	13年11月期 実績	14年11月期 実績
売上高（百万円）	1,527	1,414	1,649	1,709	1,850	2,120
（前年比）	-2.6%	-7.4%	16.6%	3.6%	8.3%	14.6%
売上総利益（百万円）	1,010	983	1,194	1,233	1,359	1,550
（前年比）	-4.2%	-2.7%	21.5%	3.3%	10.2%	14.1%
売上総利益率	66.1%	69.5%	72.4%	72.1%	73.5%	73.1%
販売用不動産（百万円）	17,797	21,256	24,191	23,986	26,978	31,170
平均購入価格（千円）	19,159	20,986	20,860	20,127	18,826	18,969
１戸当たり販売用不動産（千円）	20,730	22,671	22,537	21,758	20,376	20,528
保有物件数（戸）	859	938	1,073	1,102	1,324	1,518
平均賃料（千円/月）	155.6	150.0	156.2	149.6	145.2	142.1
表面利回り	9.3%	8.3%	8.3%	8.1%	8.3%	8.3%

出所：同社資料よりSR社作成
＊一戸当たり販売用不動産、保有物件数、平均賃料、表面利回りは、SR社の推計値であり、実際の数値とは異なる。計算式は以下のとおりである。なお、同社への取材内容をもとに保有物件の平均的な空室率12.5%と想定している。
保有物件数＝販売用不動産÷一戸当たり販売用不動産（平均購入価格に不動産取得税、仲介手数料を加味、空室物件について3百万円の回収費用を加算）
平均賃料＝売上高÷保有物件数の期首期末平均÷（1-空室率）

中古マンション事業（売買）

（2014年11月期売上高構成比率は72.9% 、同売上高総利益の構成比率は39.1%）

同事業では、販売物件数に1室あたりの販売価格を乗じた額が同社の収入となる。平均入居年数が約2.5年であることから、保有物件数の3割から4割が売却される計算となる（SR社の推計では、2014年11月期の、中古マンション平均入居期間は4.3年で、保有中古マンションの約４分の1が売却された）。同事業において保有している中古マンションの一定量が売却されることから、中古マンションの残高（貸借対照表の項目は販売用不動産）が収益の決定要素となっている。

売却価格は、中古マンション市場の価格変動影響を受けるが、前述のとおりその影響は緩やかなものとなっている。

主な費用は、当初物件取得額、不動産仲介業者への仲介手数料、税金、改装費用などであり、中古マンション事業（売買）の売上総利益率は10%から15%で推移している。

中古マンション事業（売買）売上・売上総利益

	09年11月期 実績	10年11月期 実績	11年11月期 実績	12年11月期 実績	13年11月期 実績	14年11月期 実績
売上高（百万円）	10,746	10,025	10,184	10,065	10,550	10,130
（前年比）	1.7%	-6.7%	1.6%	-1.2%	4.8%	-4.0%
売上総利益（百万円）	1,163	1,443	1,518	1,334	1,434	1,380
（前年比）	-6.7%	24.1%	5.2%	-12.1%	7.5%	-3.8%
売上総利益率	10.8%	14.4%	14.9%	13.3%	13.6%	13.6%
平均販売価格（千円）	-	-	26,107	27,302	30,770	30,400
販売物件数（戸）	-	-	390	369	343	333
販売用不動産（百万円）	17,797	21,256	24,191	23,986	26,978	31,170
平均購入価格（千円）	19,159	20,986	20,860	20,127	18,826	18,969
１戸当たり販売用不動産（千円）	20,730	22,671	22,537	21,758	20,376	20,528
保有物件数（戸）	859	938	1,073	1,102	1,324	1,518
販売物件数/平均保有物件数	-	-	0.39	0.34	0.28	0.23
平均保有期間（年）	-	-	2.6	3.0	3.5	4.3

出所：同社資料よりSR社作成

＊一戸当たり販売用不動産、保有物件数、平均保有期間は、SR社の推計値であり、実際の数値とは異なる。計算式は以下のとおりである。なお、同社への取材内容をもとに保有物件の平均的な空室率12.5%と想定している。
　販売物件数＝売上高÷平均販売価格
　保有物件数＝販売用不動産÷1戸当たり販売用不動産（平均購入価格に不動産取得税、仲介手数料を加味、空室物件について3百万円の回収費用を加算）
平均保有期間＝期首期末平均保有物件数÷販売物件数

中古マンション事業は同社単体を中心に行っている事業であり、同事業の販売費及び一般管理費は、同社単体とほぼ同水準である。販売費および一般管理費は、人件費、事務所費用等であり、固定費中心の構造となっている。

販売費及び一般管理費の内訳（百万円）	09年11月期 単独	10年11月期 単独	11年11月期 単独	12年11月期 単独	13年11月期 単独	14年11月期 単独
販売費及び一般管理費	**754**	**909**	**979**	**1,001**	**1,128**	**1,366**
売上高販管費比率	9.2%	7.4%	7.8%	8.0%	8.5%	10.1%
販売費及び一般管理費の内訳						
人件費	349	345	395	440	459	534
租税公課	176	292	294	288	360	484
その他	229	272	290	273	309	348
販売費及び一般管理費構成比						
人件費	46.3%	38.0%	40.4%	43.9%	40.7%	39.1%
租税公課	9.2%	7.5%	6.8%	11.2%	11.4%	8.3%
その他	32.6%	26.7%	29.2%	28.4%	25.4%	26.9%
従業員数（人）	33	36	43	40	43	50
一人当たり人件費（百万円）	10.6	9.6	9.2	11.0	10.7	10.7

出所：会社データよりSR社作成
＊表の数値が会社資料とは異なる場合があるが、四捨五入により生じた相違であることに留意。

SW（Strengths, Weaknesses）分析

強み（Strengths）

- **事業のノウハウ：**SR社の理解では、実績と経験に基づく分散投資、中古マンションを大量に購入できる資金力、業務の煩雑さ、売却前の改装方法などに同社のノウハウが蓄積されていることが、新規事業者の参入障壁となっている。また、不動産仲介業者は、物件の早期売却意欲が強いが、同社によれば、価格査定及び決断の迅速さから、同社は不動産仲介業者にとって重要な取引先とみなされているという。そのため、投資魅力度の高い物件情報が、同社に集まりやすくなっている。
- **安定的な収益：**中古マンション事業では、将来予測に基づいて商品の値上がり益を追求するのではなく、中古マンションにおける賃貸中物件と空室物件の価格差に着目した裁定取引をすることで、同社の利益は安定しており、リーマンショック後の不況時にも最終黒字を確保した。なお、同社は、期末に外部鑑定結果に基づく中古マンションの売却利益の見通し（含み益）を開示しているが、これによると2014年11月期は、保有不動産約311億に対し、78億円程度の含み益を有している。
- **独自の借入れ手法：**SR社の理解では、通常の不動産取引において、個人や中小規模の企業が金融機関から借り入れる場合は、物件毎に審査を受け、承認を得る必要がある。それに対し、同社は、過去の取引実績を評価され、複数の金融機関から物件を特定しない借入れを行うことが可能であるという。同社によれば、この独自の借入れ手法が、中古マンション取得時の機会損失をなくし、業務の簡素化、商談の効率化、不動産仲介業者からの信用獲得に繋がっているという。

弱み（Weaknesses）

- **売買回転率の向上を図りにくい：**同社の中古マンション事業では、物件取得から売却までの期間は平均的に約2.5年間を要する。資産を効率的に活用するために、売買回転期間を短期化することは有効であるが、同社が売買回転期間を短縮するためには入居者の退去を促す必要がある。しかし、借地借家法は賃貸人からの解約申し入れに制限を設けており、同社は売買回転率の向上を図ることが難しい。
- **利益率向上余地が限定的：**中古マンション事業の利益率は、取得と売却の価格差、賃料、賃貸管理費、不動産仲介業者の手数料、改装費用などで決まる。SR社の認識では、一般的に売上高利益率向上には商品付加価値の向上またはコスト削減が重要な要素となるが、中古マンションは商品自体の差別化要素が乏しく、価値の付加や高価格化を図ることは難しい。コスト削減に関しては、賃貸管理費、不動産仲介手数料に低減余地は乏しく、利益率向上策としては、賃貸管理や売却仲介の自社グループ内比率向上や、改装費用の引き下げなどに限られる。
- **財務レバレッジを制限：**SR社の理解では、同社は借入れによる財務レバレッジを有効活用することで、自己資本を上回る資産（中古マンション）を保有し、自己資本利益率（ROE）を高めることが可能である。一方で、同社経営陣はリスク指標として、自己資本比率が25%を下回らないように制限する方針である。そのため、同社が財務レバレッジを大きく引上げることにより、ROEを拡大化する戦略をとる可能性は低いと予想する。

グループ会社

▶ ファン・インベストメント株式会社（100%）：アドバイザリー事業、不動産仲介業、不動産賃貸管理業を行う。

▶ スター・マイカ・レジデンス株式会社（100%）：アドバイザリー事業、中古マンションの売買仲介、リノベーション、コンサルティング、マンション管理業を行う

▶ スター・マイカ・アセットマネジメント株式会社（100%）：アドバイザリー事業、プライベートバンキング業務、投資助言業

市場とバリューチェーン

日本の住宅購入者の中心は30歳代および40歳代であり、住宅購入者の7割から8割を占める。中古住宅市場の流通シェアは欧米諸国と比較し低水準に留まるが、緩やかな上昇基調にある。その背景には、住宅購入者層の収入減少と、新築住宅に対するこだわりの低下があると考えられる。

同社が主な取引対象とする中古マンションは、新築マンションと比較すると、不具合に対する不安、瑕疵担保責任（売買の対象物に隠れた瑕疵がある場合、売主が買主に対してその責任を負うこと）の対象期間が短い、税制面の優遇が劣るなどのデメリットがある。その一方、首都圏の中古マンションは新築マンションと比較して、4割程度低い価格で取引されており、住宅取得者層の収入減少や、中古住宅取得に対する意識の変化を背景に、市場規模は緩やかな拡大基調にある。

中古住宅の流通促進に対して、国土交通省は情報提供の拡充、品質の確保、瑕疵保険（住宅に欠陥があった場合に住宅メーカーが負担する保証責任をカバーする保険）の充実などを行う方針であり、2020年に中古住宅とリフォーム市場の規模を2010年比倍増の20兆円とする計画である。

また、長期的な少子高齢化と世帯数の減少による住宅需要減退のリスクに関して、日本全国の世帯数が2015年以降、減少する見通しであるのに対し、首都圏の世帯数は2025年まで増加すると予想されている。さらに、その後の首都圏における世帯数の減少ペースは日本全国と比較し、緩やかなペースで進むと考えられる。

日本の住宅購入者

国土交通省が公表している「平成25年度住宅市場動向調査報告書」によれば、住宅一次取得者（住宅取得が初めての世帯）の年齢は、30歳代が最も多く、注文住宅で購入者全体の55.0%、分譲戸建住宅で同56.2%、分譲マンションで55.4%、中古戸建住宅で同42.9%、中古マンションで37.7%を占めている。40歳代の占める割合は注文住宅で同23.8%、分譲戸建住宅で同27.1%、分譲マンションで24.3%、中古戸建住宅で同35.2%、中古マンションで35.0%と30歳代に続く。30歳代と40歳代の合計では、注文住宅、分譲住宅、中古住宅のいずれも購入者全体の7割から8割を占める。

同報告書によれば、住宅の建築、購入に要した資金総額の平均は、注文住宅（土地を購入した新築）で4,017万円、分譲戸建住宅で3,627万円、分譲マンションで3,583万円、中古戸建住宅で2,311百万円、中古マンションで2,253百万円であった。中古住宅（中古戸建住宅及び中古マンション）は新築住宅と比較して3割から4割安い水準であった。

中古住宅購入者の選択理由として、「予算的にみて中古住宅が手頃だったから」とした回答者は中古戸建て住宅取得世帯で78.9%、中古マンション取得世帯で75.4%であった。その反面、新築取得者が中古住宅を選択しなかった理由として、「新築の方が気持ち良いから」、「リフォーム費用などで割高になる」、「隠れた不具合が心配だった」といった回答が多い。中古住宅は割安であると認識されている反面、不具合に対する不安が、選択を妨げていることがわかる。

一方、各種調査により、新築住宅購入に対する意欲は薄れる傾向にあり、また、若年層ほど住宅購入に際し、新築住宅に対するこだわりが薄れ、中古住宅を検討する割合が増加する傾向にあることがわかる。

国土交通省の「平成15年住宅需要実態調査」および「平成20年度住生活総合調査」によれば、消費者が住宅購入時に「新築住宅を建てる」または「新築住宅を購入する」ことを希望する比率は、2003年の57.3%から、2008年には49.6%に低下した。

また、オウチーノ総研「日本人の住宅意識」（2013年12月実施、20歳以上の男女1,123人対象）では、「家を買うとき新築または中古にこだわるか」という質問について、「新築にこだわる」と回答したのは、30歳代（54.5%）、40歳代（54.1%）、50歳代（57.8%）、60歳代（65.9%）であった。一方、20歳代では、「こだわりはない」と回答した人が56.1%と半数超となり、若い世代の方が「新築か中古か」へのこだわりが薄い傾向にある。

さらに、三井不動産リアルティ株式会社が2013年3月に実施した「”ゆとり世代”と”親世代”の住まいと距離に関する意識調査」によれば、50歳から59歳の約62%が住宅購入の際に中古住宅の購入を一切検討しなかったと回答しているのに対し、22歳から25歳の約79%が住宅購入の際に中古住宅の購入を検討すると回答した。

中古住宅市場

国土交通省によれば、日本の全住宅流通量（中古流通＋新築着工）に占める中古住宅の流通シェアは約13.5%（2008年）であり、欧米諸国と比べると、米国90.3%、英国85.8%、フランス64.0%であるのに対し、相対的に低い水準にある。

中古住宅流通シェアの推移

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
既存住宅流通（万戸）	16	18	19	17	17	15	17
新築着工戸数（万戸）	115	116	119	124	129	106	109
合計（万戸）	131	134	138	141	146	121	126
既存住宅流通/合計	12.3%	13.1%	13.5%	12.1%	11.5%	12.5%	13.6%

出所：総務省「住宅・土地統計調査」および国土交通省「住宅着工統計」をもとにSR社作成

その背景には、日本人の新築志向、住宅ローン減税の適用制限などがあると考えられる。

> 住宅ローン減税とは、2017年12月31日までに居住者が住宅ローン等を利用して、マイホームを新築、取得又は増改築等をした場合に、年末ローン残高の1%が10年間、所得税から控除される制度である。中古住宅取得において、住宅ローン減税の適用を受けるためには、一戸建てで築20年以内、マンションで築25年以内に建築された住宅、または一定の耐震基準に適合するものであるという制限がある。2014年4月の税制改正により、耐震基準をクリアしていない中古住宅（要耐震改修住宅）でも、取得後、耐震改修工事を行い、その後に入居する場合は住宅ローン控除の対象となった。

日本の中古住宅の全住宅流通量に占める流通シェアは、欧米諸外国と比較して低水準とはいえ、緩やかな上昇傾向にある。このような中古住宅市場の拡大は、住宅購入者層の収入および貯蓄の減少も、中古住宅に対する意識の変化に影響していると考えられる。

住宅購入者層の年収および貯蓄

総務省「家計調査年報（貯蓄・負債編）」によれば、勤労者世帯の30歳代と40歳代の年収と貯蓄金額をみると、30歳代および40歳代の勤労者世帯の年間収入は、2002年から減少傾向が続き、2002年から2012年の間に約60万円減少した。また、貯蓄に関しても減少が続き、30歳代の貯蓄額は2002年から2012年の間に150万円減少し、40歳代においても、同期間に貯蓄額は120万円減少した。住宅購入の最大の需要層である30歳代および40歳代の家計が、悪化していることで、住宅購入者層の新築住宅購入は、困難になっているといえよう。

ただし、2013年には政府の経済政策、日本銀行の金融緩和政策の効果を背景とした景気回復により、30歳代およ

び40歳代の年間収入、貯蓄額ともに前年比で増加に転じている。特に30歳代の年間収入は、2004年以来9年ぶりの前年比増加となった。今後の住宅購入者層（30歳代および40歳代）の年間収入および貯蓄額の動向と、その変化が中古住宅市場に及ぼす影響には注意が必要であろう。

勤労者世帯の年齢階級別年間収入（万円）

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
30歳から39歳	597	595	591	589	587	576	575	569	589	601
前年比	-1.8%	-0.3%	-0.7%	-0.3%	-0.3%	-1.9%	-0.2%	-1.0%	3.5%	2.0%
40歳から49歳	768	776	762	763	746	741	738	717	752	727
前年比	-1.3%	1.0%	-1.8%	0.1%	-2.2%	-0.7%	-0.4%	-2.8%	4.9%	-3.3%

出所：総務省「家計調査年報（貯蓄・負債編）」

勤労者世帯の年齢階級別貯蓄現在高（万円）

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
30歳から39歳	707	686	651	640	609	624	593	569	614	601
前年比	0.9%	-3.0%	-5.1%	-1.7%	-4.8%	2.5%	-5.0%	-4.0%	7.9%	-2.1%
40歳から49歳	1,175	1,145	1,103	1,153	1,088	1,082	1,140	988	1,033	1,035
前年比	3.8%	-2.6%	-3.7%	4.5%	-5.6%	-0.6%	5.4%	-13.3%	4.6%	0.2%

出所：総務省「家計調査年報（貯蓄・負債編）」

また、若年層ほど新築に対するこだわりがなくなってきていることに加え、住宅購入者層である30歳代および40歳代の収入低下と貯蓄減少が、新築より割安な中古住宅の流通シェアを押し上げる要因となっていると考えられる。

国としても、中古住宅市場の環境整備を進める政策を重要課題として進めている。

中古住宅市場の活性化策

中古住宅の普及促進策の推進は、2012年より国土交通省を中心に行われている。同省は、2012年2月から「中古住宅・リフォームトータルプラン検討会」を設置・開催し、中古住宅および住宅リフォームの各市場を整備するための具体的施策の立案に着手した。

住宅市場に占める中古住宅の割合を2008年の約14%から、2020年には25%に引上げ、市場規模を2010年の約10兆円から2020年までに倍の20兆円に増やすことを目標として掲げている。同検討会は、従来の新築重視の住宅政策からストック重視の住宅政策への転換を促進するため、建物検査・保証、住宅履歴情報の普及促進等の市場環境整備を盛り込んだ「中古・リフォームトータルプラン」を策定し、2012年3月に公表した。

これを受け、同省は2013年3月に「中古住宅の流通促進・活用に関する研究会」を立ち上げた。同研究会では、リフォーム・中古住宅買取再販業者、不動産鑑定関係会社、金融機関、不動産流通関連団体などに幅広くヒアリングを行い、2013年6月には報告書を公表した。同報告書では、中古住宅の評価の適正化、中古住宅の質に対する不安の解消、中古住宅流通上の障害状況を課題とし、その後の取り組みを挙げている。

さらに、2013年6月に閣議決定された「日本再興戦略」の日本産業再興プランにおいても、「中古住宅の適切な建物評価手法についての指針策定」、「既存住宅インスペクション（住宅診断）・ガイドラインの策定及び講習の実施等による普及」などが盛り込まれた。

中古住宅流通を促す市場の環境整備に向けた具体的な取り組みとして、同省は、2013年6月に「既存住宅インスペクション・ガイドライン」をとりまとめた。同ガイドラインは、中古住宅売買時の利用を前提とした既存住宅の現況検査について、検査項目、検査方法、サービス提供に際しての留意事項等について指針を示したものである。

事業者による適正な業務実施を通じて、既存住宅インスペクションに対する消費者等の信頼の確保と円滑な普及を図ることを目的とする。既存住宅インスペクションの普及により、中古住宅の購入検討者が、客観的な検査・調査に基づいた結果に基づき物件の状態や品質を把握できるようになれば、中古住宅普及の妨げとなっている不具合に対する不安の解消に役立つと可能性がある。

また、同省は、性能・品質、履歴、価格等、市場に分散している中古住宅取引に必要な不動産情報を集約・管理し、新住宅情報データベースを作成することを計画している。当該データベースは2014年度から設計され、2015年度から試験稼働する予定である。このデータベースと既存住宅インスペクションの普及により、消費者が中古住宅に関する情報を取得しやすくなる可能性がある。

中古住宅流通に関する登録免許税及び不動産取得税の軽減措置

2014年度税制改正では、中古住宅流通に関する登録免許税が軽減

税制面でも中古住宅流通に対する後押しが図られている。国土交通省は、2014年度税制改正に対し、「買取再販において住宅性能の一定の向上が図られた中古住宅を販売する際の非課税措置の創設」として、登録免許税（不動産購入の際の登記にかかる税金）および不動産取得税（不動産取得にかかる税金）を非課税とする要望を提出した。これは、中古住宅の買取再販において、取得および販売時の2回事業者が負担する必要がある税のうち、1回を非課税とすることで、中古住宅流通の税負担を軽減し、買取再販を促進することを目的としていた。

これに対し、2014年度税制改正では、新たな中古住宅の買取再販に対する住宅優遇税制として、住宅性能の一定の向上を図る改修工事を行い再販売する場合、所有権移転登記の登録免許税率を0.3%から0.1%とした。期間は2014年4月1日 から2017年3月31日である（2015年度税制改正で1年間延長）。

2015年度税制改正では、中古住宅流通に関する不動産取得税が軽減

国土交通省は、2015年度税制改正においても、買取再販事業者に課される不動産取得税を非課税扱いとする特例措置の創設を挙げた。その結果、2015年度税制改正において、買取再販事業者が、中古住宅を買い取り、その取得後2年以内に、住宅性能の一定の向上を図るための改修工事を行ったあと、個人に販売した場合には、その事業者に課される不動産取得税を減免する措置が取られることとなった。控除額は中古住宅の築年数に応じ350～1,200万円で、適用期間は2015年4月1日から2017年3月31日である。

中古住宅における「住宅ローン減税」及び「すまい給付金」

また、2014年4月に実施された消費税引上げに対して、中古住宅のみではなく、新築住宅を含めた住宅需要全般の縮小を留める政策として、住宅ローン減税の適用額が拡大されるとともに、国土交通省の「すまい給付金」が導入された（適用時期は2019年6月末まで）。

住宅ローン減税制度は、住宅ローンを借入れて住宅を取得する場合に、取得者の金利負担の軽減を図るための制度である。毎年末の住宅ローン残高の1%が10年間に渡り所得税の額から控除される（ただし、年間に控除できる限度額あり）。所得税からは控除しきれない場合には、住民税からも一部控除される。住宅ローン減税制度は、

2014年4月からの消費税率の引上げにあわせて、最大控除額が従来の200万円（20万円×10年間）から400万円（40万円×10年間）に引き上げられた。

住宅ローン減税は所得税及び住民税が控除されることから、適用が一定以上の所得がある住宅購入者に限られる。それに対し、「すまい給付金」は、年収510万円以下の所得者を対象とし、消費税率引き上げによる住宅取得者の負担を緩和するために導入を予定している制度である。消費税率8%時は収入額の目安が510万円以下の住宅購入者を対象に最大30万円、10%時は収入額の目安が775万円以下の住宅購入者を対象に最大50万円給付することとしている。

新築マンションと中古マンションの比較

中古マンションの特徴としては、第一に新築マンションと比較して、価格が安いことが挙げられる。住宅は立地条件などが異なり、同一条件での比較は容易ではないが、㎡単価で単純比較すると、首都圏で2014年に成約した中古マンションの平均㎡単価は42.57万円（出所：東日本不動産流通機構の資料をもとにSR社算出）であった。一方、同年に分譲した新築マンションの平均㎡単価は71.1万円（出所：不動産経済研究所）であり、中古マンションの㎡単価は新築マンションの6割程度であった。

また、中古マンションは物件数が豊富で、選択肢が多いことがメリットの一つである。新築マンションの取得は、限られた供給の中から選択することになり、購入者が住みたい地域で供給があるとは限らない。中古マンションは、新築マンションと比較して流通量が豊富であり、新築マンションの供給が無い地域でも、既に建っている中古マンションの中から物件を選択することが出来る。

実際に物件を確認してから購入できる点も、中古マンションの利点である。眺望、騒音などの状況に加え、周囲の住民なども購入前に確認できる。新築マンション取得の場合、モデルルームで確認するのみで、購入前に物件を確認できない場合が一般的であり、購入後に物件が思い描いていた印象と異なることもあり得る。

これらの利点の反面、建物や設備の性能が劣化しているリスクがあり、瑕疵担保責任の期間が短い、新築に比べ住宅ローンの借入れや税制面での優遇が劣る、仲介手数料がかかるといったデメリットがある。

首都圏 中古マンションの価格	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年
価格（万円）	2,603	2,491	2,566	2,530	2,500	2,589	2,731
前年比	5.0%	-4.3%	3.0%	-1.4%	-1.2%	3.6%	5.5%
㎡単価（万円）	39.87	37.77	39.21	38.93	38.19	39.96	42.57
前年比	3.2%	-5.3%	3.8%	-0.7%	-1.9%	4.6%	6.5%

出所：東日本不動産流通機構のデータをもとにSR社作成
首都圏は東京都、千葉県、埼玉県、神奈川県

首都圏 新築マンションの価格	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年
価格（万円）	4,775	4,535	4,716	4,578	4,540	4,929	5,060
前年比	2.8%	-5.0%	4.0%	-2.9%	-0.8%	8.6%	2.7%
㎡単価（万円）	65.0	64.2	66.4	65.0	64.5	69.7	71.1
前年比	5.9%	-1.2%	3.4%	-2.1%	-0.8%	8.1%	2.0%

出所：不動産経済研究所のデータをもとにSR社作成
首都圏は東京都、千葉県、埼玉県、神奈川県

一方、新築マンションは、仲介で中古マンションを購入する場合と違い、仲介手数料がかからない、住宅ローンの金利が中古より有利な場合が多い、最新設備が採用されている、税制面の優遇措置を受けやすいといった利点がある。

金融機関は優遇金利キャンペーン等を展開しているが、中古マンションは金利優遇の対象にならないことがある。また、借入期間に制限が加えられ、35年の返済期間のローンを組めない場合がある。住宅金融支援機構の住宅ローン「フラット35」の場合は、新築マンション、中古マンションともに、住宅の品質に関して、一定以上の基準をクリアする必要がある。

新築住宅には、「新築住宅に係る固定資産税の減免措置」があるが、中古住宅にこれは適用されない（新築の一戸建ては3年間、マンションは5年間、税額が半額になる）。ローンを利用して住宅購入をした際の税制優遇「住宅ローン減税制度」は、新築でも中古でも適用可能だが、中古物件の場合は築年数の制限がある（新築の一戸建てで築20年以内、マンションは築25年以内が適用条件）。購入時にかかる「不動産取得税」については、中古物件の場合は建築後の年数が経過しているほど控除額が少なくなる。

マンションの耐用年数：税務上、マンションの耐用年数は47年と決められているが、実際は、マンションの耐用年数は、構造や設備・仕様、また管理の状態によって大きく異なる。

マンションの劣化は、コンクリートの中性化によって進行する。中性化とは、大気中の二酸化炭素がコンクリート内に侵入し、炭酸化反応を引き起こすことにより、中性になることをいう。コンクリートは中性化しても強度が弱まるわけではなく、空気や水が浸透しやすくなることで劣化する。これが鉄筋にまで到達すると錆を生じさせることで鉄筋が膨張し、コンクリートのひび割れ・剥離を引き起こし、耐荷力など構造物の性能低下が生じる。また、ひび割れが発生したコンクリートはさらに二酸化炭素の侵入を促すため、中性化によるコンクリート構造物の劣化、雨水等の浸入による鉄筋の腐食を加速させる。

耐用年数の目安として、コンクリートは、空気中の炭酸ガスを吸収して年に0.5mmずつ中性化する。建築基準法で定めている鉄筋のかぶり厚（鉄筋を覆っているコンクリートの厚さ）は3cm（施行令第76条）であるため、外壁塗装が施されていなければ、理論上、約60年でコンクリートの中性化が鉄筋にまで到達する。実際には、外壁塗装によるコンクリートの保護、外壁補修により耐用年数は長期化する。

マンションの寿命に関する説は様々であり、減耗度調査に基づき、物理的寿命を117年と推定するもの（飯塚裕/1979年/「建築の維持管理」鹿島出版会）、中性化速度を基に120年から150年と算定したもの（大蔵省主税局/1951年/「固定資産の耐用年数の算定方式」）、固定資産台帳の滅失データを基に68年と推計したもの（小松幸夫/2013年/「建物の平均寿命実態調査」）などがある。

首都圏の中古マンション市場

日本の中古住宅流通・リフォーム市場の規模は未だ欧米諸国に比べて小さいが、首都圏の中古マンションの取引量が新築マンションを上回るようになるなど、中古住宅の流通は次第に拡大しつつある。中古住宅の流通シェアは1990年の 5.5%から2008年に13.5%と上昇しており、2009年には、首都圏の中古マンションの流通量が新築を上回るなど、次第に中古住宅のウェイトが高まりつつあると考えられる。

首都圏 中古マンションの状況	2005年	2006年	2007年	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年
成約件数（件）	28,039	29,378	28,498	28,744	31,183	30,347	28,871	31,397	36,432	33,798
前年比	3.5%	4.8%	-3.0%	0.9%	8.5%	-2.7%	-4.9%	8.7%	16.0%	16.0%
価格（万円）	2,107	2,236	2,480	2,603	2,491	2,566	2,530	2,500	2,589	2,731
前年比	3.8%	6.1%	10.9%	5.0%	-4.3%	3.0%	-1.4%	-1.2%	3.6%	5.5%
㎡単価（万円）	32.75	34.67	38.63	39.87	37.77	39.21	38.93	38.19	39.96	42.57
前年比	4.1%	5.9%	11.4%	3.2%	-5.3%	3.8%	-0.7%	-1.9%	4.6%	6.5%
築年数（年）	16.86	17.07	16.93	16.43	17.17	17.57	18.27	18.97	19.27	19.64
面積（㎡）	64.33	64.50	64.22	65.29	65.96	65.43	65.00	65.48	64.79	64.17

出所：東日本不動産流通機械のデータをもとにSR社作成
首都圏は東京都、千葉県、埼玉県、神奈川県

中古マンションの成約件数が増加している背景として、住宅購入者層の収入及び貯蓄の減少に加え、中古マンション新規登録件数が増加していることが挙げられる。首都圏では1950年代からマンション供給が始まったが、1998年度以降に供給された分譲マンション戸数だけでも100万戸を上回り、2013年現在の総ストック数は300万戸を超

えると推計される。

首都圏の人口と世帯数

国立社会保障・人口問題研究所の推計によれば、日本全国の人口は、2010年以降減少が続き、2030年には2010年比で、8.9%減少することが予想されている。首都圏の人口減少は日本全国における人口減少と比較し、緩やかに進行することが見込まれている。進学、就職による首都圏への人口流入に加え、高齢化社会の進展により、交通機関、病院などの社会インフラが充実していることが、その背景にあると考えられる。

首都圏の将来人口推計（千人）	2010年	2015年	2020年	2025年	2030年
埼玉県	7,082	7,035	6,923	6,752	6,527
千葉県	6,108	6,087	6,008	5,879	5,706
東京都	12,906	13,059	13,104	13,047	12,905
神奈川県	8,962	9,018	8,993	8,896	8,737
首都圏合計	35,058	35,199	35,028	34,574	33,875
（参考）全国	128,057	126,597	124,100	120,659	116,618

出所：国立社会保障・人口問題研究所のデータをもとにSR社作成
首都圏は東京都、千葉県、埼玉県、神奈川県

世帯数に関しては、2015年までは日本全国の世帯数は増加することが予想されている。一世帯当たりの世帯人員は、長寿命化や晩婚化・非婚化により減少傾向にある。また、単独世帯が年々増加している。一方、首都圏では、2025年まで世帯数が増加すると予想されている。2015年まで首都圏の人口増加が見込まれることに加え、世帯人員の減少が続くことが、その背景にあると推測される。

首都圏の世帯数の推移（千世帯）	2010年	2015年	2020年	2025年	2030年
埼玉県	2,739	2,793	2,810	2,793	2,739
千葉県	2,392	2,431	2,443	2,427	2,383
東京都	6,069	6,224	6,308	6,332	6,314
神奈川県	3,718	3,806	3,853	3,863	3,832
首都圏合計	14,918	15,254	15,414.5	15,415.1	15,268
（参考）全国	50,287	50,600	50,441	49,837	48,802

出所：国立社会保障・人口問題研究所のデータをもとにSR社作成
首都圏は、東京都、千葉県、埼玉県、神奈川県

同業他社

中古マンションを取得し、リノベーション後に販売するという点では、株式会社インテリックス（東証2部 8940）、株式会社イーグランド（JASDAQ 3294）、株式会社ムゲンエステート（東証マザーズ 3299）があげられる。

ただし、同社が賃貸中の中古マンションを中心に取引するのに対し、インテリックス社、イーグランド社、ムゲンエステート社は空室物件を中心に取引するという点は異なる。また、同業他社は中古住宅の販売価格帯が同社と比較して低価格な物件を中心としているという点で、異なるビジネスモデルを展開している。

同業他社との比較

会社名	主な取得物件	中古住宅 販売額（百万円）	販売件数（件）	1件当たり価格（百万円）
スター・マイカ株式会社	賃貸中の中古マンションを取得	10,130	333	30.4
株式会社インテリックス	空室の中古マンションを取得	22,590	1,037	21.8
株式会社イーグランド	不動産競売から空室の中古マンションを取得	12,321	648	19.0
株式会社ムゲンエステート	空室の中古マンションを取得	10,107	409	24.7

出所：各社の資料よりSR社作成
＊同社の販売件数はSR社推計値。インテリックス社、イーグランド社、ムゲンエステート社の1件当たり価格は販売額÷販売件数で計算。
＊同社は2014年11月期中古マンション事業（売買）、インテリックス社は2014年5月期中古マンション再生事業、イーグランド社は2014年3月期中古住宅再生事業、ムゲンエステート社は2014年12月期不動産売買事業　実需物件の実績。

株式会社インテリックス（東証2部 8940）

1995年設立、中古マンションを1室単位で取得し、内装を施してリノベーションした後、アフターサービス保証（最長10年）を付けて販売する事業を行っている。

2015年5月期の販売件数は年間1,167件（前期比12.5%増）、平均築年数約24.3年、平均販売価格21.1百万円であった。販売地域の構成比は東京都27.4%、神奈川県38.0%、埼玉県、10.1%、千葉県7.5%と、神奈川県を中心としている。

同社とインテリックス社を比較すると、インテリックス社の売上高は、同社の倍程度あるが、営業利益は半分程度に留まる。その理由は、インテリックス社は空室物件を中心としており、かつ改装により付加価値をつけて収益を得る仕組みであり、同社のように賃貸中物件と空室物件との価格差や賃貸からの収入を得ないこと、取り扱っている物件の価格帯が相対的に低いことによるものであるとSR社は推測する。

中古マンションの仕入れから販売決済までの期間は3ヵ月から4ヵ月であり、同社の保有期間（約2年半）と比較して短い。その結果、販売用不動産の残高は同社と比較して少ない（2015年5月期末の販売用不動産と仕掛販売用不動産の合計額は17,347百万円）。

2015年5月期の実績は、売上高27,759百万円（前期比5.2%増）、営業利益1,056百万円（同29.5%減）、当期純利益495百万円（同39.0%減）であった。

株式会社イーグランド（JASDAQ 3294）

1989年設立、不動産競売市場や一般の中古住宅流通市場から仕入れた中古住宅（中古マンション・中古戸建）をリフォームし、中古再生住宅として販売している。

2014年3月期中古住宅再生事業の販売件数は817件（前期比26.1%増）、売上高は15,404百万円（前期比23.0%増）であった。

取扱物件は、主として一次取得者層（若年のファミリー等、初めて住宅を購入する層）を主要対象としたマンションや戸建等の居住用物件を中心とし、販売価格2,000万円以下の物件が約7割を占める。裁判所が実施する不動産競売による仕入を主としているが、一般の中古住宅流通市場からの仕入も強化している。物件は1戸単位で、地理的に分散して仕入れる方針としている。

事業エリアは、東京都・神奈川県・埼玉県・千葉県の1都3県の首都圏エリアを中核エリアとするが、札幌支店、宇都宮支店、関西支店を拠点として、首都圏エリア以外への事業エリア拡大を図っている。

2015年3月期の実績は、売上高15,404百万円（前期比23.0%増）、営業利益895百万円（同25.2%減）、当期純利益499百万円（同14.4%減）であった。

株式会社ムゲンエステート（東証マザーズ 3299）

1990年設立、首都圏1都3県（東京、神奈川、埼玉、千葉）を中心に中古不動産（区分所有マンション・投資用不動産・戸建等）を買い取り、それぞれの築年数、専有面積、間取り、立地及び管理状態等に応じたバリューアップ（内外装工事及び建物の管理状況の改善・経年劣化に伴う修繕工事・空室の賃貸・滞納賃料の解消等の実施による不動産投資利回りの向上）を連結子会社株式会社フジホームで施し、「再生不動産」として、主に一次取得者層（初めて住宅を取得する層）・個人投資家・中小企業等に販売している。

不動産売買事業（2014年12月期売上高構成比96.9%）と賃貸その他事業（同3.1%）を主たる事業とする。不動産売買事業は、実需物件（居住用不動産）（2014年12月期不動産売買事業売上高構成比34.6%）と収益物件（投資用不動産）（同65.2%）に分けられる。

実需物件は、主にファミリータイプのマンションを1室単位から買い取り、リフォーム工事を施したうえで、一次取得者向けに再販する。リフォームは、連結子会社の株式会社フジホームが行う。2014年12月期の実需物件の売上件数は409件、売上高は10,107百万円、平均単価24.7百万円であった。

収益物件は、賃貸マンション、アパート、ビル等を買い取り、バリューアップ（内外装リフォーム工事、リーシング業務）を行ったうえで、個人投資家や中小企業向けに再販する。

2014年12月期の実績は、売上高30,175百万円（前期比44.9%増）、経常利益3,076百万円（同55.8%増）、当期純利益1,759百万円（同56.0%増）であった。

経営戦略

中長期的には、中古マンション事業を主軸とした差別化戦略の継続展開に加え、成長戦略により、利益成長を図る方針である。

差別化戦略

投資対象の差別化

中古マンションにフォーカスし、中古の分譲マンションを1戸単位で取得する。取引対象は、普通の中古ファミリーマンションとする。

投資戦略の差別化

値上がり益ではなく、市場間の価格差に着目した取引を行う。同社は、買い手が限定される賃貸中の分譲マンションを取得し、入居者の退去まで保有後、空室の分譲マンションとして売却する。バリューアップや再生といった付加価値型のビジネスモデルではなく、賃貸中の中古マンションと空室の中古マンションの価格差から収益を獲得する。

中古分譲マンションを、様々なエリア・築年数で構成される分散ポートフォリオで保有する。同社は、首都圏を中心に、利便性が高く、流動性のあるマンションを取得。様々なマンションに1室単位から投資することで、それぞれの個別物件で生じるリスク（事故・自然災害、価格変動、退去期間等）を分散する。

業務遂行体制の差別化

中古マンションの取得においては、膨大な査定件数、取引件数をミスなく迅速に行うことが求められる。社内の業務遂行体制は、独自システムの導入などの様々な工夫が凝らされている。

資金調達力の差別化

通常の不動産融資は、マンション1戸単位で借入を行う。鑑定評価・抵当権設定等の手間がかかり、事業拡大に限界がある。同社では、過去の実績を通じて、物件を特定しない借入れを実現している。

成長戦略

投資規模の拡大

中古マンション事業やインベストメント事業での投資規模自体を拡大させることで、賃料収入、売却収入等の収益拡大を見込む。

事業領域の拡大

基幹ビジネスである中古マンション事業を軸として、不動産再生投資、賃貸管理、建物管理、不動産仲介等、様々な周辺事業の展開、投資対象の多様化等、収益力の多様化を図る。

過去の業績

2015年11月期第2四半期実績

2015年11月期第2四半期の業績は、売上高9,717百万円（前年同期比53.4%増）、営業利益1,296百万円（同25.7%増）、経常利益966百万円（同30.3%増）、四半期純利益601百万円（同35.0%増）となった。

営業利益の増益率が増収率を下回った理由は、インベストメント事業の物件売却による。同事業では物件入替えのために地方物件の売却を進めたことにより、売上高1,630百万円、売上総利益50百万円を計上したため。

貸借対照表の利益項目に加え、同社は経営指標として、EBITDA（営業利益+減価償却費）も重視する方針としている。2015年11月期第2四半期のEBITDAは1,459百万円（前年同期比21.5%増）となった。

セグメント別の状況は、以下の通りであった。

中古マンション事業

売上高7,394百万円（前年同期比29.2%増）、営業利益1,097百万円（同19.5%増）となった。販売物件が好調に成約したことから、売却利益が増加し、保有物件の増加に伴い安定的な賃貸利益を確保した。

中古マンション事業（賃貸）の売上高は、販売用不動産の増加に伴い1,150百万円（前年同期比10.4%増）、売上総利益は840百万円（同8.3%増）となった。売上総利益率は前年同期と比較して1.4ポイント低下し73.8%となった。

中古マンション事業（売買）の売上高は6,240百万円（前年同期比33.4%増）、売上総利益は960百万円（同48.7%増）となった。売上総利益率は前年同期と比較して1.6ポイント上昇し、15.5%となった。中古マンションの需要が旺盛であったこと、売却可能物件数が増加したことにより、販売物件数が増加した。前年同期は消費税増税前駆け込み需要の影響によるリフォーム工事の遅れ、6カ月程度の工期を要する一棟リノベーションマンションが増加したことから、売却可能物件数が限られていた。当第2四半期累計期間は、それらのリフォーム工事の遅れが解消し、一棟リノベーションマンションの工事が完了したことから、売却可能物件数が前年同期に対して1.5～2倍に増加した模様である。

一棟リノベーションマンション「ステラシリーズ」をはじめとする共有部分の改修を含む付加価値の高い物件作り、単純な原状回復ではなく、設備のグレードアップ、間取りの変更などによる商品力向上に注力した。商品力向上の効果が販売価格に反映され、売却利益が増加した。

> 一棟リノベーションマンションでは、部屋の内部のみでなく、マンション全体の外壁補修、防水・塗装工事等に加え、宅配ボックス、防犯カメラ、インターホン等の設備の設置・更新、駐輪場台数増設なども行うことで、中古マンションの価値向上を図っている。

また、売上原価に含まれる販売用不動産評価損は0百万円であった。

販売用不動産は、前年同期末比5,536百万円増加し、34,177百万円（前年同期比19.3%増）となった。中古マンション事業の物件取得状況に関して、同社によれば、物件の取得環境に大きな変化はないという。同社は賃貸中の区分所有物件を取得するという特色、独自の情報ネットワークにより、販売用不動産を積み増すことができているとしている。当第2四半期累計期間では事業法人が保有していたノンコアアセットの一括放出物件を譲り受けたことが販売用不動産の増加につながった。

インベストメント事業
売上高2,113百万円（前年同期比449.5%増）、営業利益は134百万円（同81.5%増）となった。

収益不動産の保有物件見直しに伴い、グループでのシナジー効果を発揮しにくい地方物件の売却を行った。また、事業期間の短い不動産再生案件にも投資を行い、保有不動産が増加したことから、賃料収入が増加した。具体的には、保有物件の中から、2棟のマンションを売却した。売却に伴う売上高は約1,630百万円、利益面では50百万円の影響があった。同事業において、地方物件は売却を進め、首都圏の物件に組み替える方針である。地方物件に関しては、自社グループ内の賃貸管理を活用できず、現地の管理会社に管理業務を依頼する必要があるため、コストが相対的に高いことを理由としている。

有形固定資産は、前年同期末比187百万円増加し、8,553百万円（前年同期比2.2%増）となったが、物件入替えのために前期末比との比較では1,592百万円、15.7%の減少であった。

アドバイザリー事業
売上高（外部顧客への売上高）211百万円（前年同期比6.5%減）、営業利益は230百万円（同0.2%増）となった。

外部顧客に対する仲介手数料収入の増加に注力したものの、前年同期に成約した大口仲介取引の反動減により減収となった。営業利益は内部売上の影響もあり増益となった。

2015年11月期第1四半期実績

2015年11月期第１四半期の業績は、売上高4,712百万円（前年同期比51.1%増）、営業利益666百万円（同17.7%増）、経常利益504百万円（同21.4%増）、四半期純利益317百万円（同25.4%増）となった。

貸借対照表の利益項目に加え、同社は経営指標として、EBITDA（営業利益+減価償却費）も重視する方針としている。2015年11月期第1四半期のEBITDAは740百万円（前年同期比15.6%増）となった。

セグメント別の状況は、以下の通りであった。

中古マンション事業
売上高3,749百万円（前期比33.3%増）、営業利益590百万円（同22.6%増）となった。販売物件が好調に成約したことから、売却利益が増加し、保有物件の増加に伴い安定的な賃貸利益を確保した。

中古マンション事業（賃貸）の売上高は、550百万円（前年同期比7.8%増）、売上総利益は410百万円（同5.1%増）となった。売上総利益率は前年同期と比較して2.0ポイント低下し74.5%となった。販売用不動産が前年同期比で14.4%増加したことに伴い、増収となった。売上総利益率の低下に関して、同社によれば、前年同期の稼働率が高

水準であったのに対し、当第１四半期は、リフォーム中の空室在庫が増加したこと等による稼働率低下などの一時的な影響によるものであるという。

中古マンション事業（売買）の売上高は3,190百万円（前年同期比39.3%増）、売上総利益は470百万円（同62.1%増）となった。売上総利益率は前年同期と比較して2.0ポイント上昇し、14.7%となった。中古マンションの需要は旺盛であったこと、売却可能物件数が増加したことにより、販売物件数が増加した。前年同期は消費税増税前駆け込み需要の影響によるリフォーム工事の遅れ、6カ月程度の工期を要する一棟リノベーションマンションが増加したことから、売却可能物件数が限られていた。当第1四半期は、それらのリフォーム工事の遅れが解消し、一棟リノベーションマンションの工事が完了したことから、売却可能物件数が増加したという。

一棟リノベーションマンションでは、「ステラレジデンス高円寺」（販売開始2014年6月）、「ステラレジデンス中目黒」（同2014年9月）、「ステラレジデンス横浜」（同2015年2月）が販売物件数の増加に貢献した。

一棟リノベーションマンションでは、部屋の内部のみでなく、マンション全体の外壁補修、防水・塗装工事等に加え、宅配ボックス、防犯カメラ、インターホン等の設備の設置・更新、駐輪場台数増設なども行うことで、中古マンションの価値向上を図っている。

また、売上原価に含まれる販売用不動産評価損は0百万円であった。

販売用不動産は、前年同期末比3,919百万円増加し、31,067百万円（前年同期比14.4%増）となった。中古マンション事業の物件取得状況に関して、同社によれば、物件の取得環境に大きな変化はないという。同社は賃貸中の区分所有物件を取得するという特色、独自の情報ネットワークにより、販売用不動産を積み増すことができているとしている。また、2014年1月に大阪支店の業務を開始したが、関西エリアにおいて、安定的に物件が取得できているという。

インベストメント事業

売上高866百万円（前年同期比368.3%増）、営業利益は39百万円（同24.8%減）となった。

収益不動産の保有物件見直しに伴い、グループでのシナジー効果を発揮しにくい地方物件の売却を行った。具体的には、保有物件の中から、福岡県の1棟マンションを売却した。売却に伴う売上高は約650百万円、利益面では収支均衡であった。同事業において、地方物件は売却を進め、首都圏の物件に組み替える方針である。地方物件に関しては、自社グループ内の賃貸管理を活用できず、現地の管理会社に管理業務を依頼する必要があるため、コストが相対的に高いことを理由としている。

当第1四半期において、地方物件売却の影響を除いた場合、前年同期比で増収減益となったが、減価償却費の増加、リテナントに伴う修繕費の増加など、一時的な影響があったという。

有形固定資産は、前年同期末比1,394百万円増加し、9,436百万円（前年同期比17.3%増）となった。

アドバイザリー事業

売上高（外部顧客への売上高）97百万円（前年同期比19.3%増）、営業利益は109百万円（同11.5%減）となった。

外部顧客に対する仲介手数料収入の増加に注力したものの、前年同期に成約した大口仲介取引の反動減により減収減益となった。当該影響を除いた場合、中古マンション事業（売買）の物件売却数増加に伴い、同社グループ内の仲介件数は増加傾向にある。

2014年11月期通期実績

2014年11月期通期の業績は、売上高13,901百万円（前期比2.6%増）、営業利益1,903百万円（同5.5%増）、経常利益1,286百万円（同4.5%増）、当期純利益773百万円（同3.8%増）となった。

貸借対照表の利益項目に加え、同社は経営指標として、EBITDA（営業利益+減価償却費）も重視する方針としている。2014年11月期通期のEBITDAは前期比14.2%増の2,355百万円であった。

セグメント別の状況は、以下の通りであった。

中古マンション事業

売上高12,253百万円（前期比1.3%減）、営業利益1,783百万円（同3.4%減）となった。保有物件の増加に伴い賃貸収入は増加したものの、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動により売却収入が減少した。

中古マンション事業（賃貸）の売上高は、販売用不動産の増加に伴い2,120百万円（前期比14.3%増）となった。売上総利益率は0.2ポイント上昇し73.5%となった。

中古マンション事業（売買）の売上高は、前期比4.0%減少し10,130百万円となった。売上総利益率は0.1ポイント上昇し、13.7%となった。同社によれば、中古マンションの需要は旺盛であるという。一方、新築供給件数の減少などにより、入居者が退去に至るまでの期間が一時的に長期化し、売却可能物件数が減少した模様。

また、売上原価に含まれる販売用不動産評価損は、2013年11月期の20百万円に対し、11百万円となった。

販売用不動産は、前期末比4,193百万円増加し、31,170百万円となった。なお、2014年11月期末における中古マンションの想定売却価格は43,300百万円であり、含み益は前期比2,600百万円増の7,800百万円となった。

中古マンション事業の物件取得状況に関して、市場の売却物件数は減少傾向にあるが、同社は賃貸中の区分所有物件を取得するという特色、独自の情報ネットワークにより、販売用不動産を積み増すことができているという。また、同社は2014年1月に大阪支店の業務を開始したが、関西エリアでの物件取得は順調に進んだという。

インベストメント事業

売上高1,200百万円（前期比57.3%増）、営業利益は79百万円（同65.1%増）となった。

収益不動産への投資により保有不動産が増加したことから、賃料収入が増加した他、物件売却により、前期比で売上高が増加した。利益面では、保有不動産の増加により、減価償却費が前期比197百万円増加し436百万円となったが、物件売却に伴う利益の計上により、営業利益は前期比で増益となった。

有形固定資産は、前期末比2,073百万円増加し、10,145百万円となった。

アドバイザリー事業
売上高（外部顧客への売上高）448百万円（前期比21.2%増）、営業利益は435百万円（同47.5%増）となった。

外部顧客に対する仲介手数料収入の増加により、売上高及び営業利益が前期比で増加した。

2014年11月期第3四半期実績

2014年11月期第3四半期連結累計期間の業績は、売上高9,856百万円（前年同期比3.1%減）、営業利益1,502百万円（同1.5%増）、経常利益1,052百万円（同0.0%増）、四半期純利益633百万円（同0.4%減）となった。

貸借対照表の利益項目に加え、同社は経営指標として、EBITDA（営業利益+減価償却費）も重視する方針としている。2014年11月期第3四半期のEBITDAは前年同期比8.5%増の1,781百万円であった。

セグメント別の状況は、以下の通りであった。

中古マンション事業
売上高8,941百万円（前年同期比5.9%減）、営業利益1,371百万円（同5.6%減）となった。保有物件の増加に伴い賃貸収入は増加したものの、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動により売却収入が減少した。

中古マンション事業（賃貸）の売上高は、販売用不動産の増加に伴い1,570百万円（前年同期比14.9%増）となった。売上総利益率は0.7ポイント上昇し73.3%となった。

中古マンション事業（売買）の売上高は、前年同期比9.4%減少し7,360百万円となった。売上総利益率は0.5ポイント上昇し、14.1%となった。同社によれば、中古マンションの需要は旺盛であり、第1四半期にみられた室内工事の工期遅れは解消しているという。一方、マンション一棟全体を大規模修繕工事でリノベーションを行い、売却する物件が販売用不動産に占める比率が上昇していることから、保有から売却までの期間が長期化しつつある模様。

販売用不動産評価損は、2013年11月期の20百万円に対し、当第3四半期累計期間は計上が無かった。

販売用不動産は、第3四半期累計期間は前期末比2,453百万円増加し、29,431百万円となった。同社は、2014年11月期通期で、販売用不動産を29,000～30,000百万円に増やす計画としている。

中古マンション事業の物件取得状況に関して、売却物件数は減少傾向にあるが、同社は賃貸中の区分所有物件を取得するという特色、独自の情報ネットワークにより、販売用不動産を積み増すことができているという。また、同社は2014年1月に大阪支店の業務を開始したが、関西エリアでの物件取得は予定以上に順調に進んでいる模様。

インベストメント事業
売上高596百万円（前年同期比44.7%増）、営業利益は90百万円（同2.1%減）となった。

収益不動産への継続的な投資により保有不動産が増加したことから、賃料収入が増加したものの、減価償却費が

増加したことから営業利益は前年同期比で減少した。同事業においては、保有不動産の取得直後は、減価償却費の増加により利益が悪化する傾向がある。

有形固定資産は、2014年11月期通期で10,000百万円とする会社計画に対し、前期末比1,488百万円増加し、9,560百万円となった。

アドバイザリー事業
売上高（外部顧客への売上高）319百万円（前年同期比21.6%増）、営業利益は320百万円（同53.5%増）となった。
外部顧客に対する仲介手数料収入の増加により、売上高及び営業利益が前年同期比で増加した。

2013年11月期通期実績

2013年11月期の業績は、売上高13,544百万円（前期比5.3%増）、営業利益1,804百万円（同17.0%増）、経常利益1,230百万円（同24.4%増）、当期純利益744百万円（同38.2%増）となった。

貸借対照表の利益項目に加え、同社は経営指標として、EBITDA（営業利益+減価償却費）も重視する方針としている。2013年11月期のEBITDAは前期比19.4%増の2,061百万円であった。

首都圏における中古マンションの状況に関して、東日本不動産流通機構によれば、2013年の首都圏中古マンションの成約件数は36,432件（前年比16.0%増）で、2013年12月現在、16カ月連続で前年同月を上回っている。また、2013年の首都圏中古マンションの成約㎡単価は、平均で39.97万円（前年比4.7%増）、成約平均価格は2,589万円（同3.6%増）であった。

セグメント別の状況は、以下の通りであった。

中古マンション事業
売上高12,411百万円（前期比5.4%増）、営業利益1,846百万円（同16.4%増）となった。

中古マンション事業（賃貸）の売上高は、販売用不動産の増加に伴い1,850百万円（前期比8.3%増）となった。売上総利益率は1.4ポイント上昇し73.5%となった。

中古マンション事業（売買）の売上高は、4.8%増加し10,550百万円となった。売上総利益率は付加価値の高い物件作りに注力した結果、0.3ポイント上昇し、13.6%となった。

売上原価に含まれる販売用不動産評価損は28百万円（2012年11月期の販売用不動産評価損は186百万円）であった。

アドバイザリー事業
売上高370百万円（前期比19.9%増）、営業利益は295百万円（同27.5%増）となった。
仲介手数料収入、賃貸管理収入が増加した。中古マンション取引市場の拡大から、同社の中古マンション取引仲介件数が増加した。

資産の合計は、前期末比5,179百万円増加の37,546百万円となった。中古マンションを積極的に取得した結果、販売用不動産は前期末比2,992百万円増加の26,978百万円（前期比12.5%増）となった。また、インベストメント事業において一棟賃貸マンションへの投資を増やしたことで有形固定資産は前期末比3,285百万円増加の8,072百万円となった。

同社によれば、販売用不動産は貸借対照表の簿価26,978百万円に対し、2013年11月期末現在、想定売却価格が約35,200百万円で、仲介手数料及びリノベーション費用などの想定販売費用を差し引いた想定売却利益（含み益）は5,180百万円であるという。

負債の合計は、前期末比5,452百万円増加の26,591百万円となった。中古マンション取得、一棟賃貸マンションへの投資のための資金を借入により調達したことから、有利子負債が前期末比4,899百万円増加し、25,067百万円となった。

資産および負債が増加した結果、自己資本比率は前期比1.4ポイント低下し、29.0%となった。

損益計算書

損益計算書（百万円）	07年11月期 連結	08年11月期 連結	09年11月期 連結	10年11月期 連結	11年11月期 連結	12年11月期 連結	13年11月期 連結	14年11月期 連結
売上高	**12,809**	**14,084**	**13,310**	**12,403**	**12,719**	**12,858**	**13,544**	**13,901**
前年比	58.2%	10.0%	-5.5%	-6.8%	2.5%	1.1%	5.3%	2.6%
売上原価	10,144	11,410	11,053	9,772	9,691	10,087	10,304	10,370
売上総利益	**2,665**	**2,675**	**2,257**	**2,631**	**3,028**	**2,771**	**3,239**	**3,531**
売上総利益率	20.8%	19.0%	17.0%	21.2%	23.8%	21.6%	23.9%	25.4%
販売費及び一般管理費	799	1,019	880	1,021	1,171	1,229	1,436	1,628
売上高販管費比率	6.2%	7.2%	6.6%	8.2%	9.2%	9.6%	10.6%	11.7%
営業利益	**1,866**	**1,656**	**1,377**	**1,610**	**1,858**	**1,542**	**1,804**	**1,903**
前年比	21.9%	-11.3%	-16.8%	16.9%	15.4%	-17.0%	17.0%	5.5%
営業利益率	14.6%	11.8%	10.3%	13.0%	14.6%	12.0%	13.3%	13.7%
営業外収益	6	24	2	2	2	8	2	21
営業外費用	636	598	521	455	542	561	575	637
経常利益	**1,236**	**1,083**	**859**	**1,157**	**1,318**	**989**	**1,230**	**1,286**
前年比	-6.8%	-12.4%	-20.7%	34.8%	13.9%	-25.0%	24.4%	4.5%
経常利益率	9.6%	7.7%	6.5%	9.3%	10.4%	7.7%	9.1%	9.3%
特別利益	0	8	0	3	-	-	-	-
特別損失	4	2	184	1	-	-	-	-
法人税等	468	433	252	453	525	397	473	513
税率	38.0%	39.7%	37.3%	39.1%	39.8%	40.1%	38.4%	39.9%
当期純利益	**656**	**632**	**359**	**651**	**741**	**539**	**744**	**773**
前年比	62.7%	-3.7%	-43.1%	81.0%	13.9%	-27.3%	38.2%	3.8%
利益率（マージン）	5.1%	4.5%	2.7%	5.2%	5.8%	4.2%	5.5%	5.6%

出所：会社データよりSR社作成
＊表の数値が会社資料とは異なる場合があるが、四捨五入により生じた相違であることに留意。

2012年11月期

売上高12,858百万円（前期比1.1%増）、営業利益1,542百万円（同17.0%減）、経常利益989百万円（同25.0%減）、当期純利益539百万円（同27.3%減）となった。主力の中古マンション事業が減収減益となった。

中古マンション事業の売上高は、前年比0.5%減の11,775百万円となった。2011年11月期に販売不動産を積み上げたことで、賃料収入が増加した。一方、市場環境の変化により売買収入および売却利益率が低下した。また、販売用不動産評価損186百万円を計上した。その結果、営業利益は前年比12.3%減の1,585百万円となった。

2011年11月期

売上高12,719百万円（前期比2.5%増）、営業利益1,858百万円（同15.4%増）、経常利益1,318百万円（同13.9%増）、当期純利益741百万円（同13.9%増）となった。中古マンション事業が堅調に増収増益を達成したほか、アドバイザリー事業の業績が拡大した。

中古マンション事業の売上高は、前年比3.4%減の11,834百万円となった。公募増資等による調達資金をもとに販売用不動産残高を積み上げたことで賃料収入が増加した。また、賃貸管理の内製化を推進したことで賃貸利益率が上昇した。その結果、営業利益は前年比6.5%増の1,807百万円となった。

アドバイザリー事業においては、証券化案件の一時収入、子会社での仲介業務が順調に拡大したことにより仲介手数料が増大した。売上高は301百万円（同47.6%増）、営業利益は230百万円（同75.7%増）となった。

2010年11月期

売上高12,403百万円（前期比6.8%減）、営業利益1,610百万円（同16.9%増）、経常利益1,157百万円（同34.8%増）、当期純利益651百万円（同81.0%増）となった。中古マンション事業が減収増益となったほか、インベストメント事業が営業黒字に転換した。

2009年11月期に計上した販売用不動産評価損180百万円がなくなったことで、当期利益の増益率が、経常利益の増益率を上回った。

中古マンション事業の売上高は、前年比6.8%減の11,440百万円となった。物件売却よりも販売用不動産の積み上げに注力したため、前期に比べ売上高が減少した。一方、中古マンション市場環境が好調に推移し、販売チャネルの拡充、リノベーション等の改善もあり、売却利益率が上昇した。その結果、営業利益は前年比4.6%増の1,697百万円となった。

インベストメント事業においては、2009年3月期までに投資の評価損が一巡したことで、評価損失が減少し、営業利益が改善した。売上高は759百万円（同10.9%減）、営業利益は21百万円（前期は92百万円の損失）となった。

2009年11月期

売上高13,310百万円（前期比5.5%減）、営業利益1,377百万円（同16.8%減）、経常利益859百万円（同20.7%減）、当期純利益359百万円（同43.1%減）となった。主力の中古マンション事業が増収減益となったほか、インベストメント事業が大幅な減収となり、営業損失を計上した。

販売用不動産評価損180百万円を特別損失に計上したことで、当期利益の減益率が、経常利益の減益率を上回った。

中古マンション事業の売上高は、前年比1.1%増の12,273百万円となった。マンション取得を慎重に進めた結果、販売用不動産は前期末比2,029百万円減少の17,797百万円となった。販売用不動産の減少に伴い、賃貸収入は前期比2.6%減少の1,527百万円となった。売買の収入は前期比1.7%増の10,746百万円となったものの、売上総利益率は前年比1.0ポイント低下の10.8%となった。また、一部の中古マンション在庫について、販売用不動産評価損124百万円を計上した結果、営業利益は前年比9.8%減の1,622百万円となった。

インベストメント事業においては、経営資源をより中古マンション事業に集中する目的で住居以外の投資案件について損失処理を進めた結果、売上高は852百万円（同45.8%減）、営業損失は92百万円（前期は102百万円の損失）となった。

貸借対照表

貸借対照表　（百万円）	07年11月期 連結	08年11月期 連結	09年11月期 連結	10年11月期 連結	11年11月期 連結	12年11月期 連結	13年11月期 連結	14年11月期 連結
資産								
現金及び預金	3,674	3,791	2,797	2,057	2,615	1,892	1,675	2,037
営業未収入金	44	77	64	63	47	40	87	49
販売用不動産	19,187	19,825	17,797	21,256	24,191	23,986	26,978	31,170
繰延税金資産	45	51	31	62	48	27	82	61
その他	140	137	128	178	218	222	248	319
流動資産合計	**23,090**	**23,882**	**20,817**	**23,616**	**27,118**	**26,167**	**29,070**	**33,636**
建物及び構築物	1,803	1,529	1,193	1,221	1,186	1,977	3,152	4,212
建物及び構築物　減価償却累計額	-381	-450	-391	-414	-444	-586	-784	-1,157
土地	2,746	2,452	1,897	2,120	2,025	3,386	5,647	7,062
その他	23	23	14	12	37	9	57	28
有形固定資産合計	**4,191**	**3,554**	**2,714**	**2,938**	**2,804**	**4,786**	**8,072**	**10,145**
投資有価証券	877	1,446	1,348	1,317	1,090	1,090	-	-
繰延税金資産	34	201	60	73	20	46	65	99
その他	254	199	192	232	242	267	328	339
投資その他の資産合計	**1,165**	**1,845**	**1,600**	**1,621**	**1,353**	**1,403**	**393**	**438**
無形固定資産合計	**9**	**11**	**9**	**12**	**10**	**11**	**11**	**8**
固定資産合計	**5,364**	**5,410**	**4,323**	**4,572**	**4,167**	**6,200**	**8,476**	**10,591**
資産合計	**28,473**	**29,298**	**25,144**	**28,189**	**31,284**	**32,367**	**37,546**	**44,229**
負債								
営業未払金	126	92	102	188	144	140	267	240
短期有利子負債	8,600	7,245	5,325	4,046	7,553	6,507	5,180	3,838
未払法人税等	322	382	69	469	215	156	348	272
その他	516	478	501	480	565	585	741	864
流動負債合計	**9,564**	**8,196**	**5,996**	**5,182**	**8,477**	**7,388**	**6,536**	**5,213**
長期有利子負債	11,147	12,267	10,059	13,329	11,225	13,661	19,887	27,218
その他	72	64	38	36	32	90	168	175
固定負債合計	**11,219**	**12,331**	**10,097**	**13,365**	**11,257**	**13,751**	**20,055**	**27,393**
負債合計	**20,784**	**20,528**	**16,093**	**18,547**	**19,734**	**21,140**	**26,591**	**32,607**
純資産								
資本金	2,916	2,923	2,924	2,949	3,573	3,573	3,573	3,573
資本剰余金	2,884	2,892	2,892	2,918	3,541	3,541	3,553	3,549
利益剰余金	1,383	1,933	2,211	2,734	3,375	3,756	4,395	5,015
新株予約権	8	-	-	2	19	42	55	68
少数株主持分	498	1,022	1,022	1,021	1,020	1,021	-	-
純資産合計	**7,689**	**8,771**	**9,051**	**9,642**	**11,551**	**11,228**	**10,955**	**11,622**
運転資金	19,104	19,810	17,759	21,131	24,093	23,886	26,798	30,979
有利子負債合計	19,748	19,512	15,384	17,375	18,778	20,168	25,067	31,056
ネット・デット	16,074	15,722	12,587	15,317	16,163	18,276	23,392	29,019

出所：会社データよりSR社作成
＊表の数値が会社資料とは異なる場合があるが、四捨五入により生じた相違であることに留意。

資産

販売用不動産

同社の主な資産は販売用不動産であり、2014年11月期は当該資産が、総資産の70%を占めた。販売用不動産の内容は保有中古マンションであり、同社の主力事業である中古マンション事業の賃料収入および売買収入の源泉となっている。同社の賃料収入および売買収入は販売用不動産に一定料率を乗じた値に収束する傾向がある（棚卸資産回転率が一定値に収束する）。販売用不動産は将来の売上の主な決定要素となる。同社の中期経営計画では、2017年11月期に40,000百万円まで当該資産を増やす方針である。

販売用不動産は、時価評価を行い、帳簿価額と時価との差額は、販売用不動産評価損として、評価替えを行う。

ただし、時価が帳簿価額を上回る場合の含み益は計上されない。同社によれば、2014年11月期末の販売用不動産の含み益（想定売却費用を除く）は7,800百万円に達するという。

有形固定資産

2014年11月期において総資産の23%を有形固定資産が占める。有形固定資産はインベストメント事業における賃貸マンションがほとんどであり、2012年11月期以降、増加している。同社の中期経営計画では、2017年11月期に13,000百万円まで当該資産を増やす方針である。

2014年11月期末の賃貸不動産の期末時価は10,733百万円であり、含み益は632百万円であった。

（百万円）	07年11月期 実績	08年11月期 実績	09年11月期 実績	10年11月期 実績	11年11月期 実績	12年11月期 実績	13年11月期 実績	14年11月期 実績
有形固定資産	4,191	3,554	2,714	2,938	2,804	4,786	8,072	10,145
うち賃貸不動産	3,715	4,155	3,515	2,916	2,757	4,770	7,998	10,102

出所：会社データよりSR社作成
＊表の数値が会社資料とは異なる場合があるが、四捨五入により生じた相違であることに留意。

資産の増加

同社は自己資本比率25%を目途に借入れを行い、資産を拡大させていく方針であることから、資産は、販売用不動産を中心に、サスティナブル成長率に近い水準で増加すると予想される。

負債

有利子負債

同社の負債は有利子負債が中心であり、2014年11月期は負債の95%が有利子負債で、そのうち約9割が長期借入金、約1割が短期借入金または1年内返済予定の長期借入金であった。

2009年11月以降、資産の拡大に伴い、有利子負債の合計額も増加しているが、有利子負債依存度は6割から7割の範囲で推移している。

当座貸越枠

同社は当座借越を使うことで、物件毎にローンを組むのではなく、会社としての短期の借入れ枠を確保し、その後、長期ローンに切り替える仕組みを利用している。

2014年11月期において、同社は取引銀行４行と当座貸越契約を締結している。当座貸越極度額の総額は5,600百万円で、同社の事業規模の成長に応じて増加傾向にある。

（百万円）	07年11月期 実績	08年11月期 実績	09年11月期 実績	10年11月期 実績	11年11月期 実績	12年11月期 実績	13年11月期 実績	14年11月期 実績
当座貸越極度額の総額	7,580	6,380	2,810	2,000	4,600	4,600	5,100	5,600
借入実行残高	6,483	4,647	856	769	2,200	1,532	2,584	2,500
差引額	1,097	1,733	1,955	1,231	2,400	3,069	2,516	3,100

出所：会社データよりSR社作成
＊表の数値が会社資料とは異なる場合があるが、四捨五入により生じた相違であることに留意。

純資産

純資産は、当期純利益から、配当による社外流出を除いた内部留保の積み上げの影響が大きい。

2011年11月期に公募増資により、1,247百万円を調達したことで、資本金が増加した。

キャッシュフロー計算書

キャッシュフロー計算書（百万円）	07年11月期 連結	08年11月期 連結	09年11月期 連結	10年11月期 連結	11年11月期 連結	12年11月期 連結	13年11月期 連結	14年11月期 連結
営業活動によるキャッシュフロー (1)	-3,090	882	3,284	-2,581	-1,892	1,186	-1,433	-2,649
投資活動によるキャッシュフロー(2)	-3,052	-963	-15	-7	-35	-2,395	-2,639	-2,850
FCF (1+2)	-6,142	-81	3,269	-2,587	-1,927	-1,209	-4,072	-5,499
財務活動によるキャッシュフロー	5,213	198	-4,272	1,857	2,484	486	3,855	5,861
減価償却費及びのれん償却費 (A)	382	153	69	106	54	185	258	452
設備投資 (B)	-2,699	-36	-5	-18	-35	-2,396	-3,730	-2,850
運転資金増減 (C)	6,084	706	-2,051	3,372	2,962	-207	2,912	4,181
単純ＦＣＦ (NI+A+B-C)	-7,745	43	2,474	-2,633	-2,202	-1,465	-5,640	-5,807
EBITDA（営業利益+減価償却費）	2,249	1,809	1,446	1,716	1,911	1,726	2,061	2,355

出所：会社データよりSR社作成
＊表の数値が会社資料とは異なる場合があるが、四捨五入により生じた相違であることに留意。

同社のビジネスモデルにおいて、中古マンションの取得は、自己資金に加え、借入れによるレバレッジを掛けて行われる。取得された中古マンションは、貸借対照表上は販売用不動産として計上される。

販売用不動産は、主力の中古マンション事業の収益基盤であり、販売用不動産の増加は将来の売上成長を生み出す源泉となっている。従って、同社の事業の特色として、業績の成長過程では販売用不動産の取得・増加により売上・利益が成長する一方、営業活動によるキャッシュフローのマイナスが続く傾向があることには留意が必要である。また、それに伴って、借入金の増加により、財務活動によるキャッシュフローのプラスが続く。

上述の理由から、営業活動によるキャッシュフローで正確に業績実態を把握することが困難であることから、同社では、キャッシュフロー関連の経営指標として、EBITDA（営業利益+減価償却費）を重視する方針としている。

営業活動によるキャッシュフロー

同社の営業活動によるキャッシュフローは、当期純利益、減価償却費、運転資金の増減額の影響を大きく受ける。運転資金の増減では、特に販売用不動産の増減の影響が大きい。上述の理由から、販売用不動産の増加により、営業活動によるキャッシュフローはマイナスとなる傾向が強い。

なお、販売用不動産の増減影響を除いた営業活動によるキャッシュフローは下表のとおり、プラスで推移している。

営業活動によるキャッシュフロー（百万円）	07年11月期 連結	08年11月期 連結	09年11月期 連結	10年11月期 連結	11年11月期 連結	12年11月期 連結	13年11月期 連結	14年11月期 連結
営業活動によるキャッシュフロー	-3,090	882	3,284	-2,581	-1,892	1,186	-1,433	-2,649
販売用不動産の増減	-4,144	-121	2,804	-3,775	-2,816	442	-2,784	-3,863
販売用不動産の増減影響を除く営業活動によるキャッシュフロー	1,054	1,003	480	1,194	924	744	1,351	1,215

出所：会社データよりSR社作成
＊表の数値が会社資料とは異なる場合があるが、四捨五入により生じた相違であることに留意。

2009年11月期および2012年11月期は、販売用不動産が減少したことで、営業活動によるキャッシュフローがプラスとなった。

投資活動によるキャッシュフロー

投資活動によるキャッシュフローは、有形固定資産の取得による影響を大きく受ける。同社の主な有形固定資産は、インベストメント事業における賃貸用マンションである。同社によれば、2017年11月期に13,000百万円程度まで当該資産を増加させる方針であるという。

中期的に有形固定資産の増加により、投資活動によるキャッシュフローはマイナスが続くと予想される。

財務活動によるキャッシュフロー

営業活動によるキャッシュフローおよび投資活動によるキャッシュフローのマイナスを借入金の増加により賄うことから、財務活動によるキャッシュフローはプラスが続く。同社では自己資本比率25%を目途として、借入れを活用する方針である。よって、利益の内部留保による自己資本の拡大に応じて、借入れおよび販売用不動産が増加する仕組みである。

その他情報

沿革

同社の設立は2001年であるが、賃貸中の中古マンションを売買するビジネスモデルの始まりは、1997年に遡る。現社長の水永氏は外資系金融機関に勤務する傍ら、資金運用で不動産投資を行っていた。数々の物件を取引する中で、ある時、不動産仲介業者から賃貸中の中古ファミリーマンションの割安な物件を紹介されたという。空室の中古物件と比較して3割程度低い価格を提示されたことから当該物件を購入し、数か月後に退去した物件を改装後に売却すると、実際に空室価格での売却に成功した。その後、賃貸中の中古マンション物件を中心に取引するようになり、2001年に同社の前身である株式会社扇インベストメントを設立した。

2002年に扇インベストメント社の社名をスター・マイカ株式会社に変更したが、その後の約1年間は賃貸中の中古マンションの売買が事業として成立するかを同氏は一人で検証した。その結果、成功を確信し、2003年に事業を本格化、2005年11月期に、2件の事業譲受により事業を拡大し、2006年には大阪証券取引所ヘラクレス市場に上場を果たした。

上場後の2006年11月期から2008年11月期のリーマンショック以前まで、同社は様々な事業の展開を試みた。2006年11月に大阪支店を開設、2007年5月にスター・マイカ・アセットマネジメント株式会社設立、2007年8月にスター・マイカ・アセット・パートナーズ株式会社設立、2008年5月にファン・インベストメント株式会社を設立した。その結果、連結の従業員数は2006年11月期の28人から2008年11月期には43人に増加した。

リーマンショック後の2008年11月期および2009年11月期には営業減益を強いられたことから、新規事業の展開を改め、中古マンション事業へ経営資源を集中する方針に変更した。2009年11月期には、インベストメント事業およびアドバイザリー事業の縮小、大阪支店の閉鎖、スター・マイカ・アセット・パートナーズ社の吸収合併を行った。

2009年11月期以降は、一貫して中古マンションの売買、賃貸、およびその関連事業に注力している。リスクを抑え再現性の高いビジネスを手掛けることで、2008年以降のリーマンショックによる不動産不況の中でも黒字を継続した。

2012年9月には、中古マンションの売買仲介を行う目的で、スター・マイカ・レジデンス株式会社を設立した。

同社の、これまでの業界常識を超えたユニークな競争戦略は高く評価されており、2011年には、マイケル・Ｅポーター教授（ハーバード大学教授）から「ポーター賞」を受賞している。

> ポーター賞：競争戦略論の第一人者であるマイケル・E・ポーター教授（ハーバード大学）の名を冠する賞。製品、プロセス、経営手法においてイノベーションを起こすと共に独自性のある戦略を実行し、その結果、収益性を高めている企業を表彰するもの。

2001年5月	株式会社扇インベストメント設立
2002年2月	社名をスター・マイカ株式会社に変更し、本社を東京都千代田区神田須田町に移転

2006年10月	大阪証券取引所ヘラクレス市場（現・東京証券取引所ジャスダック市場）に上場
2007年5月	スター・マイカ・アセットマネジメント株式会社を設立
2008年5月	ファン・インベストメント株式会社を設立
2011年9月	横浜市西区に横浜支店を開設
2011年11月	2011年度ポーター賞を受賞
2012年9月	スター・マイカ・レジデンス株式会社を設立
2013年12月	大阪市北区に大阪支店を開設

ニュース＆トピックス

2015年6月

2015年6月30日、同社は、2015年11月期通期業績予想及び配当予想の修正を発表した。

2015年11月期通期業績予想

▶売上高：16,849百万円（前回予想14,872百万円）
▶営業利益：2,307百万円（同2,109百万円）
▶経常利益：1,615百万円（同1,400百万円）
▶当期純利益：1,008百万円（同877百万円）
▶年間配当金：25.0円（同22.0円）

修正の理由

2015年11月期上期業績は、リノベーションマンションへの旺盛な需要から、中古マンション事業でのリノベーションマンションの好調な販売、また、インベストメント事業での物件売却が進捗したことにより、売上高、各利益ともに期初予想を超えて推移した。2015年11月期下期においては、インベストメント事業での物件売却は一巡しているものの、引き続き中古マンション事業において、良好な事業環境が継続すると見込むことから、上期実績を踏まえ、通期業績予想を修正した。

同社は中長期的に連結配当性向30%を目標としている。良好な市場環境、当初業績見通しの達成状況等を勘案し、通期業績予想の変更に併せて配当予想を修正した。

2015年6月19日、同社は、2015年11月期第２四半期累計期間業績予想の上方修正を発表した。

2015年11月期第2四半期累計期間業績予想

▶ **売上高**：9,717百万円（前回予想7,739百万円）
▶ **営業利益**：1,295百万円（同1,097百万円）
▶ **経常利益**：966百万円（同750百万円）
▶ **当期純利益**：600百万円（同469百万円）

修正の理由

売上高は、中古マンション事業において、リノベーションマンションへの旺盛な需要から、一棟リノベーション

マンション（ステラシリーズ）を始めとする中古マンションの販売が好調に推移した。また、インベストメント事業においては、保有物件の見直しに伴い一部物件の売却が進捗し、これらの結果、期初予想を上回る見込みとなった。利益面については、中古マンション事業において、販売戸数が増加し販売利益率が上昇したことに加え、インベストメント事業での物件売却利益や、新規物件取得に伴う賃貸利益が増加したため、予想を上方修正した。

通期業績予想については、現在精査中であり、2015年6月30日に予定している2015年11月期第2四半期決算発表時に公表する予定である。

2015年1月

2015年1月9日、同社は、中期経営計画の策定に関して発表した。

2014年11月

2014年11月17日、同社は、代表取締役の異動に関して発表した。

異動の内容（2014年12月1日付）

氏名	新役職名	旧役職名
水永 政志	代表取締役会長	代表取締役社長
秋澤 昭一	代表取締役社長	取締役戦略事業本部長

同社は、第15期（2015年11月期）の事業年度開始を迎えるに当たり、順調な業績の拡大に加え、経営基盤が充分に強固となったことから、今後の更なる会社の成長を見据え、社長交代の節目と判断したとしている。

新代表取締役社長となる秋澤昭一氏は、不動産業界での経験が長く、2011年の同社入社後も取締役戦略事業本部長として、同社事業において中核の役割を果たしてきた。なお、現代表取締役社長の水永政志氏は、今後も引き続き代表取締役会長として、会社経営全般に関する重要な意思決定に携わり、同社の企業価値増大に向け尽力していくとのことである。また、新社長となる秋澤氏は、同社株式を3,900株保有している（2014年5月31日現在）。

2014年9月

2014年9月19日、同社は、配当予想の修正に関して発表した。

同社は、消費税増税後も中古マンション市場は堅調に推移していることから、業績見通しへの達成状況を勘案し、2014年11月期の1株当たり期末配当予想を、従来予想より2円増配の10円とし、年間配当予想を18円に修正した。これにより、年間配当額は5期連続増配となる。

2014年5月

2014年5月26日、同社は、株式会社インテリックス（東証2部 8940）との共同事業開始を発表した。

同社によれば、両社の実績とノウハウを結集し、高品質のリノベーションマンションを提供するという。具体的には、同社が保有、販売する物件に、インテリックスグループが設計・施工を行い、両社が協力してリノベーション物件を供給する。年内に数物件の共同事業を予定している。

将来的には、共同で資材調達によるリノベーションコストの低減、共同プラットフォームサイトの開設によるリノベーションマンションの販売や、マンションの修繕履歴の共同管理等を含むマンション評価システムの確立など、中古マンションの資産価値向上を目的とした、ハード・ソフト両面にわたる協力関係へと発展させる予定である。

大株主

大株主上位10名	所有株式数の割合
（株）オフィス扇	15.0%
水永　政志	13.3%
田口　弘	9.0%
日本トラスティ・サービス信託銀行（株）（信託口）	7.3%
重田　康光	5.5%
ロイヤルバンクオブカナダトラストカンパニー（ケイマン）リミテッド	4.7%
日本マスタートラスト信託銀行（株）（信託口）	3.7%
ゴールドマン・サックス・アンド・カンパニーレギュラーアカウント	2.9%
野村信託銀行（株）（投信口）	2.8%
CBLDN KIA FUND 136	2.2%

出所：会社データよりSR社作成
（2014年11月末現在）

株主還元

同社は、業績に応じて継続的な利益配分を年2回中間配当及び期末配当として実施すること、機動的な資本政策の遂行を目的とした自己株式の取得を行うことを、利益配分の基本方針としている。また、中長期的には、連結配当性向30%を目標としている。

2015年11月期の配当予想は、年間配当額として1株当たり25.0円（中間配当1株当たり11.0円、期末配当1株当たり14.0円）、配当性向は22.4%を予定している。

トップ経営者

代表取締役会長　水永政志氏

1964年生まれ、東京大学農学部卒。

1989年　三井物産株式会社に就職し、本社財務経理本部に配属
1995年　米国カリフォルニア大学ロスアンゼルス校（UCLA）経営大学院にて、経営学修士(MBA)修得。株式会社ボストン・コンサルティング・グループ入社
1996年　ゴールドマン・サックス証券会社入社。プライベートバンク業務を担当。先端金融商品の開発や資産運用に携わる
2000年　株式会社ピーアイテクノロジー（現・いちごグループホールディングス株式会社。旧社名アセット・マネジャーズ株式会社）を設立
2002年　中古マンション流通を主要業務とする同社を創業、代表取締役社長就任
2014年　同社代表取締役会長就任

代表取締役社長　秋澤昭一氏

1965年生まれ

1988年　藤和不動産株式会社（現三菱地所レジデンス株式会社）入社

1997年　有限会社エイテック設立　代表取締役就任

2003年　パシフィックマネジメント株式会社
（現パシフィックホールディングス株式会社）入社

2004年　パシフィックマネジメント株式会社　執行役員就任

2008年　パシフィックリアルティ株式会社
（現株式会社パシフィック・プロパティーズ・インベストメント）代表取締役就任

2011年　同社入社　戦略事業部長就任

2012年　同社取締役戦略事業本部長就任

2014年　同社代表取締役社長就任
兼務：ファン・インベストメント株式会社　代表取締役社長

ところで

社名の由来となっている「スター・マイカ」とは、「雲母」（うんも）と呼ばれる鉱石の英語名である。スター（星）という輝きと、鉱石に象徴される永続性を兼ね備えたいと願い、「スター・マイカ」を社名としたという。

企業概要

企業正式名称	本社所在地
スター・マイカ株式会社	〒105-6028 東京都港区虎ノ門４－３－１ 城山トラストタワー　28階
代表電話番号	**上場市場**
03-5776-2701	JASDAQ
設立年月日	**上場年月日**
2001年5月1日	2006年10月2日
HP	**決算月**
http://www.starmica.co.jp/index.php	11月
IRコンタクト	**IRページ**
日浦　正貴	http://www.starmica.co.jp/ir/index.php
IRメール	**IR電話**
Ir.group@starmica.co.jp	経営企画部03-5776-2785

株式会社シェアードリサーチについて

株式会社シェアードリサーチは今までにない画期的な形で日本企業の基本データや分析レポートのプラットフォーム提供を目指しています。さらに、徹底した分析のもとに顧客企業のレポートを掲載し随時更新しています。SR社の現在のレポートカバレッジは以下の通りです。

株式会社アイスタイル
あい ホールディングス株式会社
株式会社アクセル
アクリーティブ株式会社
アズビル株式会社
アズワン株式会社
アニコムホールディングス株式会社
株式会社アパマンショップホールディングス
アンジェスMG株式会社
アンリツ株式会社
アートスパークホールディングス株式会社
株式会社イエローハット
イオンディライト株式会社
株式会社伊藤園
伊藤忠エネクス株式会社
株式会社インテリジェント ウェイブ
株式会社インフォマート
株式会社イード
株式会社Aiming
株式会社エス・エム・エス
SBSホールディングス株式会社
エヌ・ティ・ティ都市開発株式会社
エレコム株式会社
エン・ジャパン株式会社
株式会社オンワードホールディングス
亀田製菓株式会社
株式会社ガリバーインターナショナル
カルナバイオサイエンス株式会社
キヤノンマーケティングジャパン株式会社
KLab株式会社
株式会社クリーク・アンド・リバー社
グランディハウス株式会社
ケネディクス株式会社
株式会社ゲームカード・ジョイコホールディングス
株式会社ココカラファイン
コムシスホールディングス株式会社
サトーホールディングス株式会社
株式会社サニックス
株式会社サンリオ
株式会社ザッパラス
シップヘルスケアホールディングス株式会社
シンバイオ製薬株式会社
株式会社ジェイアイエヌ
Jトラスト株式会社
株式会社じげん
ジャパンベストレスキューシステム株式会社
GCAサヴィアン株式会社
スター・マイカ株式会社
株式会社スリー·ディー·マトリックス
ソースネクスト株式会社
株式会社高島屋
タキヒヨー株式会社
株式会社多摩川ホールディングス
株式会社ダイセキ
株式会社チヨダ
株式会社ティア
DIC株式会社
株式会社デジタルガレージ
株式会社TOKAIホールディングス
株式会社ドリームインキュベータ
株式会社ドンキホーテホールディングス
内外トランスライン株式会社
長瀬産業株式会社
ナノキャリア株式会社
日進工具株式会社
日清紡ホールディングス株式会社
日本エマージェンシーアシスタンス株式会社
日本駐車場開発株式会社
株式会社ハーモニック・ドライブ・システムズ
伯東株式会社
株式会社ハーツユナイテッドグループ
株式会社ハピネット
ピジョン株式会社
フィールズ株式会社
株式会社フェローテック
フリービット株式会社
株式会社ベネフィット・ワン
株式会社ベリテ
株式会社ベルパーク
株式会社VOYAGE GROUP
松井証券株式会社
株式会社マックハウス
株式会社マネースクウェアHD
株式会社 三城ホールディングス
株式会社ミライト・ホールディングス
株式会社メディネット
株式会社夢真ホールディングス
株式会社ラウンドワン
株式会社ラック
リゾートトラスト株式会社
株式会社良品計画
レーザーテック株式会社
株式会社ワイヤレスゲート

※投資運用先銘柄に関するレポートをご所望の場合は、弊社にレポート作成を受託するよう各企業に働きかけることをお勧めいたします。また、弊社に直接レポート作成をご依頼頂くことも可能です。

ディスクレーマー

本レポートは、情報提供のみを目的としております。投資に関する意見や判断を提供するものでも、投資の勧誘や推奨を意図したものでもありません。SR Inc.は、本レポートに記載されたデータの信憑性や解釈については、明示された場合と黙示の場合の両方につき、一切の保証を行わないものとします。SR Inc.は本レポートの使用により発生した損害について一切の責任を負いません。
本レポートの著作権、ならびに本レポートとその他Shared Researchレポートの派生品の作成および利用についての権利は、SR Inc.に帰属します。本レポートは、個人目的の使用においては複製および修正が許されていますが、配布・転送その他の利用は本レポートの著作権侵害に該当し、固く禁じられています。
SR Inc.の役員および従業員は、SR Inc.の調査レポートで対象としている企業の発行する有価証券に関して何らかの取引を行っており、または将来行う可能性があります。そのため、SR Inc.の役員および従業員は、該当企業に対し、本レポートの客観性に影響を与えうる利害を有する可能性があることにご留意ください。

金融商品取引法に基づく表示

本レポートの対象となる企業への投資または同企業が発行する有価証券への投資についての判断につながる意見が本レポートに含まれている場合、その意見は、同企業からSR Inc.への対価の支払と引き換えに盛り込まれたものであるか、同企業とSR Inc.の間に存在する当該対価の受け取りについての約束に基づいたものです。

連絡先

株式会社シェアードリサーチ／Shared Research.inc
東京都文京区千駄木3-31-12
http://www.sharedresearch.jp
TEL：(03)5834-8787
Email: info@sharedresearch.jp